"العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري و تكلفة رأس المال
دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"

"The Relationship between Level of Voluntary Disclosure and the Cost of Capital
An Empirical Study on the Jordanian Industrial Companies Listed in Amman Stock Exchange"

إعداد

مهند عثمان عمير

إشراف

الأستاذ الدكتور نبيل الحلبي

قدمت هذه الأطروحة استكمالا لمتطلبات منح درجة دكتوراة الفلسفة في المحاسبة

كلية الأعمال

جامعة عمان العربية

2011

بسم الله الرحمن الرحيم

"وعلّمك ما لم تكن تعلم وكان فضل الله عليك عظيما"

صدق الله العظيم

سورة النساء : الآية (113)

بسم الله الرحمن الرحيم

"وليس عليكم جناح فيما أخطأتم به ولكن ما تعمدت قلوبكم وكان الله غفورا رحيما"

صدق الله العظيم

سورة الأحزاب : الآية (5)

ب

التفويض

أنا مهند عثمان صالح عمير
أفوض جامعة عمان العربية للدراسات العليا بتزويد نسخ من أطروحتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

الإسم : مهند عثمان صالح عمير
التوقيع : ....
التاريخ : ....

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الأطروحة وعنوانها " العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال – دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان " .

وأجيزت بتاريخ ....

أعضاء لجنة المناقشة :		التوقيع
الأستاذ الدكتور أ.د بشير البنا	رئيسا	....
الأستاذ الدكتور أ.د نبيل الحلبي	عضوا/مشرفا	....
الأستاذ الدكتور يسري أمين	عضوا	....
الدكتور وليد صيام	عضوا	....

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم والحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على رسول الله محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، وبعد

أتوجه بالشكر والامتنان للأستاذ الدكتور نبيل الحلبي الذي أشرف على هذه الرسالة، و لم يبخل بجهد أو نصيحة، فجزاه الله عني كل خير.

كما أن الشكر موصول للأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة والحكم، الأستاذ الدكتور بشير البنا والأستاذ الدكتور يسري أمين والدكتور وليد صيام ، على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة.

كما أتقدم بالشكر إلى جامعة عمان العربية ممثلة برئيسها الأستاذ الدكتور سعيد التل ونائب الرئيس الأستاذ الدكتور محمد أبو صالح وعميد كلية الأعمال الأستاذ الدكتور فؤاد الشيخ سالم وجميع أعضاء هيئة التدريس في كلية الأعمال.

والحمد لله رب العالمين

الإهداء

إلى روح والدي وروح والدتي
رحمهما الله

إلى زوجتي العزيزة وأولادي الأحباء
اللذين تحملوا معي الكثير أثناء الدراسة

إلى اخوتي
حفظهم الله جميعا

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

الملخص باللغة العربية

"العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"

إعداد : مهند عثمان عمير

إشراف : الأستاذ الدكتور نبيل الحلبي

يعتبر الإفصاح من المفاهيم التي لاقت اهتماما كبيرا من قبل الباحثين، فمنذ انهيار الأسواق المالية في عام 1929م تركزت جهود المشرعين على تقنين الإفصاح من حيث توقيته ومحتواه وشكله، ومع ذلك فإنه لا يزال هناك فرق ملحوظ في مستوى الإفصاح الذي تقدمه الشركات لأصحاب المصالح. ومن جانب آخر فإن قيام الشركات بتقديم مستوى معين من الإفصاح بعضه إفصاح إلزامي وبعضه الآخر إفصاح اختياري لم يكن بلا هدف حيث أوضحت العديد من الدراسات أن تحقيق بعض المنافع الاقتصادية ومنها تخفيض تكلفة رأس المال كان على رأس اهتمامات متخذي القرارات المتعلقة بالإفصاح لدى الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، ويمكن تلخيص أهم أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

1 – قياس مستوى الإفصاح الاختياري للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

2 – فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية.

3 – فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض.

ولتحقيق هذه الأهداف فقد اعتمد الباحث على أسلوب التحليل النظري للعلاقة ما بين متغيرات الدراسة الثلاثة ، مستوى الإفصاح الاختياري و تكلفة التمويل بالملكية و تكلفة التمويل بالإقتراض، إضافة إلى الدراسة الميدانية التي تم تطبيقها على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي وذلك باستخدام استبانة على شكل مؤشر للإفصاح الاختياري و نماذج خاصة بحساب تكلفة رأس المال، علما بأن عدد الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان قد بلغ (69) شركة في العام 2009 وذلك بعد استثناء الشركات الموقوفة والتي تحت التصفية، وأن عدد الشركات التي استجابت للدراسة قد بلغ 39 شركة أي بنسبة استجابة 57%.

كانت أهم نتائج الدراسة ما يلي:

1 – تقدم الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي مستوى من الإفصاح الاختياري بلغ في المعدل 28 % إذا ما أخذت كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين بعين الاعتبار عند احتساب مستوى الإفصاح الاختياري للشركات و45 % إذا ما أخذت أي من أدوات الإتصال مع المستثمرين بعين الاعتبار عند احتساب مستوى الإفصاح الاختياري للشركات.

2 – لا تظهر الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي قدرا كافيا من الاهتمام بتنويع استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين.

3 – أظهرت الدراسة الميدانية أن العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية كانت وفي كل الحالات عكسية، وأن هذه العلاقة العكسية لها دلالة احصائية في حالة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية والإفصاح عن معلومات تتعلق بخلفية الشركة

واستراتيجياتها الهامة، أما باقي أبعاد الإفصاح الاختياري الأخرى فالعلاقة لم يكن لها دلالة إحصائية.

4 – أظهرت الدراسة الميدانية أن العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض كانت وفي كل الحالات عكسية، إلا أن هذه العلاقة ليس لها دلاله إحصائية لكل أبعاد الإفصاح الاختياري.

بناء على النتائج السابقة، يوصي الباحث بـ

1 – ضرورة الاهتمام بنشر الوعي لدى معدي القوائم والتقارير المالية حول المزيد من الإفصاح الاختياري، وربط ذلك بالحصول على منافع اقتصادية ومن أهمها تخفيض تكلفة رأس المال.

2 – ضرورة أن تقوم الجهات المعنية سواء الإشرافية أو الرقابية بتوجيه إدارة الشركات حول أهمية التنويع في استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين ، والتمييز فيما بينها من حيث ثرائها.

3 – ضرورة تضافر الجهود بين الأكاديميين والمهنيين لتطوير نموذج لحساب تكلفة التمويل بالملكية ونموذج لحساب تكلفة التمويل بالإقتراض. بحيث تتناسب مع الظروف الخاصة بالبيئة الأردنية.

4 – العمل على تحويل ما يمكن من معلومات الإفصاح الاختياري ليصبح الإفصاح عنها إجباريا حسب القوانين والتشريعات. وبذلك تصبح هذه المعلومات ضمن مسؤولية مدققي الحسابات، وبذلك تزيد درجة الثقة في هذه المعلومات.

5 – يوصي الباحث بتوسيع التشريعات الخاصة بنطاق عمل مدققي الحسابات ، بحيث تشمل التدقيق على معلومات الإفصاح الاختياري التي تقوم الشركات بنشرها.

Abstract

"The Relationship between Level of Voluntary Disclosure and the Cost of Capital – An Empirical Study on the Jordanian Industrial Companies Listed in Amman Stock Exchange"

By: Mohannad Othman Emeir

Supervised by: Prof. Nabeel Al-Halabi

Disclosure is a concept that attracted considerable attention by researchers, as the financial market's crisis in 1929 had focused the efforts of lawmakers to regulate disclosure in terms of timing, content and form. Yet there is still a noticeable variation in the level of disclosure provided by companies to stakeholders.

On the other hand, the companies providing a certain level of disclosure either mandatory or voluntary had an aim, as some studies had shown that disclosure had many economic benefits, including reduction of cost of capital which is a top concern for decision makers regarding the disclosure.

This study aimed to examine the relationship between the level of voluntary disclosure and cost of capital.

The main aims of this study can be summarized as follows:

1- Measuring the level of voluntary disclosure for the industrial companies listed in Amman Stock Exchange (A.S.E).
2- Examining the relationship between level of voluntary disclosure and cost of equity capital.

3- Examining the relationship between level of voluntary disclosure and cost of debt capital.

In order to achieve the goals of this study, the researcher adopted the method of theoretical analysis of the relationship between the three variables of the study i.e. level of voluntary disclosure, cost of equity capital and cost of debt capital. In addition a field study had been applied to industrial companies listed in Amman Stock Exchange. Using a questionnaire that had the form of an index of voluntary disclosure and some models that calculate the cost of capital; noticing that the number of industrial companies listed in (A.S.E) Reached (69) companies in the year 2009, excluding companies that are suspended and under liquidation. The number of companies that responded to the survey were (39) companies, which forms a percentage of 57%.

The most important results of the study included:

1- Industrial companies listed in (A.S.E) provide an average voluntary disclosure level of 28%, if we consider them using all the investor's relation instruments available, and a level of 45% if we consider the company using any of the investor's relation instruments acceptable.
2- Companies listed in (A.S.E) didn't show enough attention to diversification in using ' investor relation instruments'.
3- The field study showed that the relationship between voluntary disclosure and cost of equity capital was an inverse relation in all cases This inverse relation is significant in case of disclosure about future information as well as disclosure about the companies ' background and strategies, as for the other dimensions of voluntary disclosure the relationship was not statistically significant.

4- The field study showed that the relationship between the level of voluntary disclosure and cost of debt capital was an inverse relation all cases, but was not a significant one.

Based on these results, the researcher recommends the following:

1- Management should be aware of the importance of increased voluntary disclosure and relate that to economic benefits, especially to reducing the cost of capital.
2- The importance of guiding managers about the importance of diversification in using investors relation instruments and differentiating between them in terms of richness
3- The importance of coordination between academics and professionals to develop a model that finds cost of equity capital and a model to find cost of debt capital that suits the Jordanian environment.
4- Work to covert all possible voluntary disclosure items to become mandatory. This information should become the responsibility of auditors, and therefore become more trustable.
5- Expanding the scope of work for auditors to include auditing voluntary disclosure information.

الفصل الأول

مدخل إلى الدراسة

1 – 1 المقدمة :

يعتبر الإفصاح المحاسبي مثار اهتمام عدد من الباحثين في حقل المحاسبة على المستويين النظري والتطبيقي، كما يعد الربط بين الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وتكلفة رأس المال واحدا من أهم القضايا الأساسية التي تتناولها العديد من الدراسات (Botosan, 1995)، (Francis & Olsson, 2008)، (Rikanovic, 2005).

وضمن هذا السياق يمكن التفرقة بين معلومات الإفصاح الإلزامي ومعلومات الإفصاح الإختياري، حيث تمثل معلومات الإفصاح الإلزامي تلك المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها قانونا طبقا لمتطلبات ملزمة من هيئات مهنية أو جهات إشراف حكومية مثل هيئة الأوراق المالية، وجمعية مدققي الحسابات. أما معلومات الإفصاح الإختياري فهي تلك التي تزيد على متطلبات الإفصاح الإلزامي و تعبر عن حرية اختيار الإدارة في تقديم معلومات مالية ومعلومات غير مالية تستجيب لاحتياجات أصحاب المصالح لترشيد قراراتهم (بالحاج، 2006) .

إن سعي إدارة الشركات للتوصل إلى المستوى الملائم للإفصاح المحاسبي تعترضه عدة مشكلات لعل أبرزها؛ أن معايير المحاسبية الدولية لا تحتوى على تفاصيل وافية عن الإفصاح الذي يطلبه أصحاب المصالح، كما أن هناك بدائل متعددة متاحة عند تطبيق معايير المحاسبة. علاوة على ذلك فإن الإفصاح المحاسبي المبني على التكلفة التاريخية عادة لا

يكفي لنشر المعلومات الملائمة لاحتياجات المستثمرين وباقي أصحاب المصالح (Rikanovic, 2005).

بينت عدد من الدراسات العملية (Pasi & Karjalainen, 2007) في مجال الإفصاح المحاسبي قصورا في إظهار زوايا عديدة تقع ضمن اهتمام المستثمرين مثل: الإفصاح المتعلق بالخطط المستقبلية والإفصاح المتعلق بالإستثمارات غير الملموسة في الموارد البشرية والبحث والتطوير والإعلان والإستثمار في خدمة العملاء ؛ حيث يتطلب ذلك افصاحا إضافيا – الإفصاح الاختياري – يتعدى الإفصاح الإلزامي حتى يتمكن المستثمرون الحاليون والمتوقعون من تحديد القيمة الحقيقية للشركة (Intrinsic Value) . إضافة إلى تمكن إدارة الشركات من تخفيض تكلفة رأس المال، و يفسر ذلك ولو جزئيا اختلاف مستويات الإفصاح بين الشركات التي تعمل في نفس البيئة الاستثمارية (Rikanovic, 2005) ، (بالحاج ،2006) ، (مرعي ، 2007) .

كما بينت عدد من الدراسات النظرية (Guidry, 2004) ، أن الانخفاض المتوقع في تكلفة رأس المال[1] والذي يحدث بسبب زيادة مستوى الإفصاح الاختياري يتم من خلال آليتين هما : أولا إن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري تؤدي إلى تضييق فجوة المعلومات (Information Gap) بين المستثمرين في بورصة الأوراق المالية ، وينتج عن ذلك انخفاض في المدى بين سعر العرض وسعر الطلب على السهم أي زيادة سيولته وبالتالي يميل سعر السهم إلى الارتفاع . وحسب نموذج (Goron Growth Model) لتقييم

---

[1] يقصد بتكلفة رأس المال ذلك العائد المطلوب من قبل مقدمي التمويل، سواء كان التمويل عن طريق إصدار الأسهم أو التمويل عن طريق الاقتراض ، وهو عبارة عن العائد الذي يجب على الشركة تحقيقه في المشاريع التي تستثمر فيها من أجل المحافظةعلى قيمتها السوقية أو سعر سهمها في السوق (حداد، 2007).

توزيعات الأرباح النامية الثابتة[2] فإنه كلما ارتفع سعر السهم للشركة انخفضت تكلفة رأس المال لهذه الشركة. ثانيا إن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري تؤدي إلى انخفاض مخاطر السهم نتيجة الإنخفاض في في تذبذب عائد السهم ، حيث إنه استنادا" إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) فإن انخفاض مخاطر سهم الشركة يؤدي إلى انخفاض في تكلفة رأس المال لهذه الشركة. وقد أضاف بعضهم (Rikanovic, 2005) آلية ثالثة تقوم على افتراض مفاده أن حجم المعلومات التي تقوم الشركات بالإفصاح عنها تكون متساوية إلى حد ما، لكن التباين في مستوى الإفصاح بين الشركات يعود الى الإختلاف في مدى استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين مثل الصحافة والإنترنت والمؤتمرات وسواها، والذي يؤدي التوسع في استخدامها إلى زيادة معرفة وإدراك المستثمرين لهذه الشركات مقارنة بالشركات الأخرى الأقل انتشارا، وينتج عن ذلك حسب رأيهم انخفاض في تكلفة رأس المال، لأن المستثمر وبطبعه يميل الى الاستثمار في الشركات الأكثر شهرة وانتشارا وهي تلك الشركات التي يعرفها جيدا (Hoje & Eun, 1997).

---

[2] $Ki = D/P + g$

1 – 2 مشكلة الدراسة وعناصرها:

تمثل تكلفة رأس المال العائد الذي يطلبه المستثمرون لقاء الأموال التي يقدمونها للشركات ، وبذلك تعتبر تكلفة رأس المال عبئاً على الشركة و تحاول تخفيضه إلى أقل قدر ممكن مـــن خلال التوسع في الإفصاح الاختياري* عن معلومات مالية ومعلومات غير ماليـــة، تقـــدمها إدارة الشركات من خلال أدوات الإتصال مع المستثمرين.

وعلى الرغم من قيام الشركات بتقديم مستوى من الإفصاح الاختيـــاري ، إلا أن الإفـــصاح المحاسبي لم يرق إلى المستوى المطلوب لتلك الشركات ، وما يـــرتبط بـــه مـــن منـــافع اقتصادية، تنعكس إيجابا" على تخفيض تكلفة رأس المال. وبذلك تكمن مشكلة الدراسة فـــي بحث العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في الـــشركات الـــصناعية المدرجة في بورصة عمان.

في ضوء المشكلة، فإن الدراسة تحاول الإجابة عن الأسئلة التالية:

1 – ما مستوى الإفصاح الإختياري لدى الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان ؟

2 – ما العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري و تكلفة التمويل بالملكية (عن طريق إصدار أسهم عادية أوبالتمويل الداخلي من خلال الأرباح المحتجـــزة) فـــي الـــشركات الـــصناعية المدرجة في بورصة عمان ؟

---

* تبنى الباحث توصيات مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) لسنة 2001 في تـــصنيف ممارســـات الافـــصاح الاختياري للشركات التي ترغب بتخفيض تكلفة تمويلها الى ستة أبعاد؛ البعد الأول والثاني يتناول البيانات عن العمل وتحليل الادارة للبيانات عن العمل، البعد الثالث المعلومـــات المـــستقبلية، البعـــد الرابـــع معلومـــات حـــول الادارة والمساهمين، البعد الخامس معلومات عن خلفية الشركة، أخيرا معلومات حول الأصول غير الملموسة. كمـــا تبنـــى الباحث متطلبات الافصاح كما نصت عليه معايير المحاسبة والابلاغ المالي الدولية لعام 2009.

3 – ما العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري و تكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان ؟

1 – 3 أهمية الدراسة:

يشكل الافصاح المحاسبي أحد المحاور الأساسية التي تحكم الاتجاهات المعاصرة للأدب المحاسبي (أبو المكارم، 2002) . وقد حظي الافصاح الاختياري وما ارتبط به من منافع اقتصادية بأهمية متزايدة على امتداد ساحة الفكر المحاسبي في العقود الأخيرة، وبدت هذه الأهمية في صورة أبحاث ودراسات تناولت الافصاح الاختياري من زوايا عديدة. ومنها ما قدمه مجلس معايير المحاسبة المالية الأميركي (FASB)، وهو مشروع لتوسيع الافصاح الاختياري للشركات التي ترغب في تخفيض تكلفة تمويلها.

تتمثل أهمية هذه الدراسة في ما يلي :

1 – بيان كيفية حصول الشركات المساهمة العامة الصناعية على تمويل بكلفة أقل من خلال تقديم مستوى ملائم من الإفصاح الاختياري .

2 – بيان أهمية الإفصاح الاختياري في دعم اليات الضبط وأدوات الرقابة (Corporate Control Mechanisms) من خلال توجيه المديرين في مختلف المستويات الادارية للعمل على تخصيص الموارد لمصلحة المالكين و بالطاقة القصوى، وأثر ذلك في إمكانية حصول الشركة على التمويل بكلفة أقل.

3 – إن تقديم المزيد من المعلومات غير المالية الى جانب المعلومات المالية من خلال الافصاح الاختياري يؤدي إلى تخفيض فجوة المعلومات بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح الخارجيين مما يشجع المستثمرين على توجيه فوائضهم المالية نحو الأسواق

المالية و يؤدي ذلك الى توزيع كفؤ للموارد، وما لذلك من أثر في إمكانية حصول الشركات على التمويل بكلفة أقل.

4 – إبراز أهمية التوسع في استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين (Investors Relation Instruments) وأثر ذلك على زيادة تعريف الشركة ضمن البيئة الاستثمارية المحلية والخارجية.

5 – تنبع أهمية هذه الدراسة كونها تبحث أحد المواضيع الهامة الخاصة بتحفيز الشركات على زيادة مستوى إفصاحها الاختياري مما يسهم في تطوير كفاءة سوق عمان المالي، والذي يوفر آلية لتجميع فوائض المستثمرين لضخها في الاستثمارات الملائمة.

1 – 4 أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في وضع مؤشر للإفصاح الاختياري يحتوي على عناصر الإفصاح الاختياري الهامة إضافة إلى أدوات الإتصال مع المستثمرين، وبحيث يكون مرشدا" ومساعدا" للشركات الصناعية الأردنية في الحصول على التمويل بأقل تكلفة ممكنة.

ويمكن تفصيل الهدف الرئيس لهذه الدراسة بالأهداف الفرعية التالية:

1 – التعريف بالإفصاح الاختياري، كما ورد في الفكر المحاسبي ، وعناصره ، وكيفية قياسه ، وأثره في تحقيق منافع اقتصادية للشركات.

2 – التعريف بتكلفة رأس المال ، كما وردت في الفكر المحاسبي ، وكيفية قياسها وتطبيقها على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

3 – تقديم مؤشر مقترح للافصاح الاختياري يتناسب مع البيئة الأردنيــة مــن حيــث عناصر الإفصاح الاختياري بالإضافة إلى أدوات الإتصال مع المستثمرين المتضمنة في هذا المؤشر. وبحيث يكون بتصرف هيئات وجهات تــشريعية ورقابيــة تعمــل علــى تطوير التشريعات المتعلقة بالافصاح مثل هيئة الأوراق المالية وجمعية مدققي الحسابات.

4 – التعرف على عناصر ومستويات الإفصاح الاختياري في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية.

5 – دراسة العلاقة التي تربط مستوى الإفصاح الاختيــاري الــذي تقدمــه الــشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية بتكلفة التمويل بالملكية.

6 – دراسة العلاقة التي تربط مستوى الإفصاح الاختيــاري الــذي تقدمــه الــشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية بتكلفة التمويل بالإقتراض.

1 – 5 فرضيات الدراسة :

تم في هذه الدراسة اختبار الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

تسعى هذه الفرضية الى التعرف على مستوى الإفصاح الإختياري الذي تقدمه الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان[3]. ولاختبار ذلك تمت صياغة الفرضية التالية:

H01: لا تقوم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بتقديم مستوى من الإفصاح الإختياري.

الفرضية الثانية:

تسعى هذه الفرضية الى التعرف على العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. ولاختبار ذلك تمت صياغة الفرضية الرئيسة التالية:

H02: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

[3] تبنى الباحث توصيات مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) لسنة 2001 في تصنيف ممارسات الافصاح الاختياري للشركات التي ترغب بتخفيض تكلفة تمويلها الى ستة أبعاد؛ البعد الأول والثاني يتناول البيانات عن العمل وتحليل الادارة للبيانات عن العمل، البعد الثالث المعلومات المستقبلية، البعد الرابع معلومات حول الادارة والمساهمين، البعد الخامس معلومات عن خلفية الشركة، أخيرا معلومات حول الأصول غير الملموسة. كما تبنى الباحث متطلبات الافصاح كما نصت عليه معايير المحاسبة والابلاغ المالي الدولية لعام 2009.

و ينبثق عن الفرضية الرئيسة السابقة عدد من الفرضيات الفرعية [H02-1 ــ5-H02] والتي تسعى إلى التعرف على العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري لكل بعد من أبعاد الإفصاح الإختياري كما وردت في توصيات مجلس معايير المحاسبة المالية لسنة (2001) كل على حده و تكلفة التمويل بالملكية، وكما يلي:

H02-1: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن بيانات العمل وتحليل الإدارة لبيانات العمل من جهة وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان من جهة أخرى.

H02-2: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات مستقبلية وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

H02-3: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الإدارة والمساهمين من جهة وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان من جهة أخرى.

H02-4: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن الخلفية عن الشركة وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

H02-5: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الأصول غير الملموسة وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

الفرضية الثالثة:

تسعى هذه الفرضية الى التعرف على العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. ولاختبار ذلك تمت صياغة الفرضية الرئيسة التالية:

H03: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

و تنبثق عن الفرضية الرئيسة السابقة عدد من الفرضيات الفرعية [H03-1 ــ5-H03] والتي تسعى إلى التعرف على العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري لكل بعد من أبعاد الإفصاح الإختياري كما وردت في توصيات مجلس معايير المحاسبة المالية لسنة (2001) كل على حده و تكلفة التمويل بالإقتراض، وكما يلي:

H03-1: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن بيانات العمل وتحليل الإدارة لبيانات العمل من جهة وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان من جهة أخرى.

H03-2: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات مستقبلية وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

H03-3: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الإدارة والمساهمين وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

H03-4: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن الخلفية عن الشركة وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

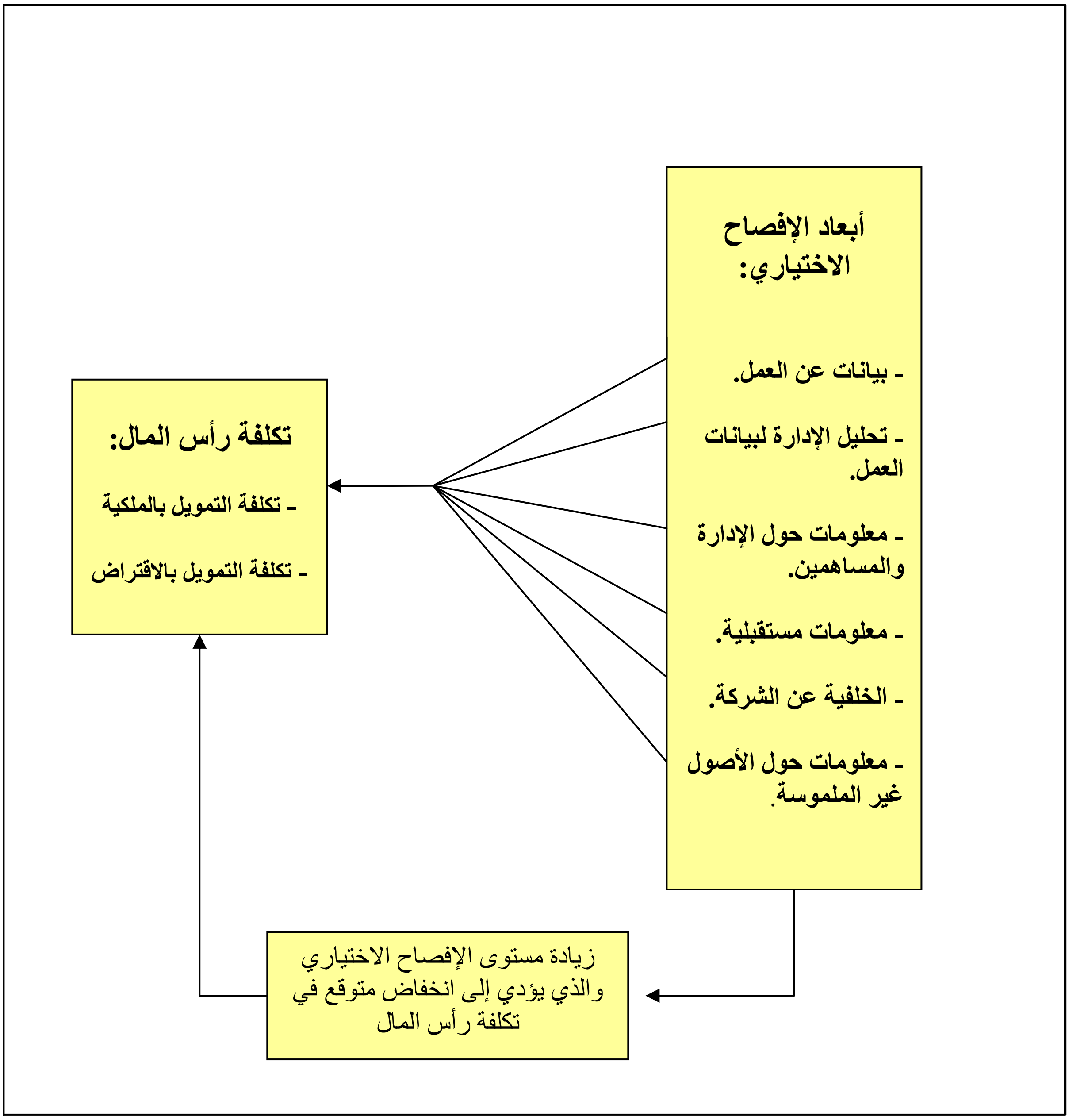
H03-5: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الأصول غير الملموسة وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

1 – 6 أنموذج الدراسة

على ضوء الفرضيات السابقة فإن نموذج الدراسة يمكن أن يتخذ الشكل التالي:

العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان



وفيما يلي سيقوم الباحث بتقديم عرض موجز لعناصر نموذج الدراسة:

1 – أبعاد الإفصاح الاختياري: تم اعتماد تصنيفات الإفصاح الستة كما صدرت عن لجنة معايير المحاسبة المالية (FASB, 2001) في التقرير الخاص بتطوير وتحسين الإفصاح الإختياري، هذا وقد ذكر (Guidry, 2004) أن هذه التصنيفات جاءت كتوسعة للتقرير الذي وضعته لجنة جنكنز و المؤلفة من قبل المعهد الأميريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA)، حيث كانت المهمة الموكلة إلى هذه اللجنة هو تحديد أشكال مختلفة من المعلومات التي يجب على الشركات أن تفصح بها لأصحاب المصالح، إضافة إلى تحديد مدى ارتباط عملية التدقيق بمثل هذه المعلومات. لقد كان أحد أهم أهداف لجنة جنكنز هو تعزيز المنفعة للتقارير الصادرة عن منظمات الأعمال. أما التقرير الصادر عن لجنة معايير المحاسبة المالية (FASB, 2001)، فقد كانت الفرضية الأساسية التي اعتمد عليها هي أن تحسين الإفصاح سيزيد من كفاءة تخصيص الموارد المالية و يساعد على تخفيض تكلفة رأس المال.

أما التصنيفات السته التي جاء بها تقرير لجنة معايير المحاسبة المالية فهي بيانات عن العمل، تحليل الإدارة للبيانات حول العمل، معلومات مستقبلية، معلومات عن الإدارة والمساهمين، معلومات عن خلفية الشركة، معلومات عن الأصول غير الملموسة.

وفيما يلي نستعرض تعريفا لكل من هذه التصنيفات كما جاء (Guidry, 2004).

1-1 بيانات عن العمل : وتتعلق بالإفصاح عن بعض المعلومات التشغيلية الهامة، إضافة إلى مقاييس الأداء المعتمدة من قبل إدارة المنظمة.

1-2 تحليل الإدارة للبيانات حول العمل: وتتعلق بالإفصاح عن تحليل الإدارة لأسباب التغير في البيانات التشغيلية والبيانات التي تتعلق بقياس الأداء، إضافة إلى الاهتمام باتجاه التغير إيجابا أو سلبا.

1-3 معلومات مستقبلية: وتتعلق بالإفصاح عن التوقعات المستقبلية حول الفرص أوالمخاطر الناجمة عن الإتجاهات الإيجابية أو السلبية لمؤشرات الأداء، إضافة إلى خطط الإدارة التي تتعلق بعوامل نجاح المنظمة، والمقارنة بين مؤشرات الأداء الحالية مع مؤشرات الأداء السابقة.

1-4 معلومات عن الإدارة والمساهمين: وتتعلق بالإفصاح عن معلومات حول الإدارة والمديرين ومخصصاتهم المالية والمساهمين الرئيسين والعلاقات مع الأطراف الخارجية.

1-5 معلومات عن خلفية الشركة: الإفصاح عن الأهداف والاستراتيجيات العامه، إضافة إلى تأثير الشركات ضمن نفس الصناعة على الشركة.

1-6 معلومات عن الأصول غير الملموسة: الإفصاح عن الأصول غير الملموسة والتي لم يتم ذكرها ضمن القوائم المالية.

2- تكلفة رأس المال:هي الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه من قبل موردي عناصر رأس المال، وهم المستثمرون والدائنون. وتستخدم تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يجب أن لا يقل العائد المتوقع لأية فرصة استثمارية عن تكلفة رأس المال اللازم لتمويلها. كما تستخدم في تقييم المشاريع الاستثمارية الجديدة والقائمة، حيث تستعمل تكلفة رأس المال كمعدل خصم للوصول إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمشروع. ويطلق على الحد الأدني للعائد الذي يتوقعه المساهمون في مشروع ما " تكلفة

التمويل بالملكية " ، أما الحد الأدنى الذي يتوقعه الدائنون فيـــدعى بـــــ " تكلفـــة التمويـــل بالإقتراض ".

هذا ومن الجدير ذكره أن الباحث قد قام بمناقشة طرق حساب كل من تكلفة التمويل بالملكية وتكلفة التمويل بالإقتراض ضمن الإطار النظري للدراسة.

1 – 7 التعريفات الاجرائية:

بعد الإطلاع على الدراسات النظرية والعملية تم استنباط عددا من التعريفات التي تخدم أهداف هذه الدراسة .

1 – **الافصاح الاختياري** : هي معلومات مالية أو غير مالية لدى ادارة الشركة ، ولا يوجد الزام قانوني بشأن الافصاح عنها. و يمكن تعريف الافصاح الاختياري على أنه الافصاح الذي يزيد على الافصاح الإلزامي ويمكن تصنيف عناصره الى ستة أبعاد حسب مجلس معايير المحاسبة المالية وهي البعد الأول والثاني يتناول البيانات عن العمل وتحليل الادارة للبيانات عن العمل، البعد الثالث المعلومات المستقبلية، البعد الرابع معلومات حول الادارة والمساهمين، البعد الخامس معلومات عن خلفية الشركة، أخيرا معلومات حول الأصول غير الملموسة.

2 – **الافصاح الالزامي (الاجباري ، القانوني)**: هي تلك البيانات والمعلومات الواجب تقديمها لأصحاب المصالح وفقا" للمتطلبات القانونية والتشريعية للجهات المنظمة لمهنة المحاسبة

3 – **أدوات الاتصال مع المستثمرين** (Investor Relation Instruments) : وهي: الأدوات والآليات التي تستخدمها الشركة لتوصيل المعلومات المالية وغير المالية لأصحاب المصالح ومنهم المساهمون، المقرضون والمستثمرون المتوقعون وغيرهم، ومن أمثلتها: التقارير المالية السنوية ، التقارير المالية الفصلية، اجتماع الهيئة العامة السنوي، الإنترنت، اللقاء مع المحللين الماليين، المؤتمرات الصحفية ، المعلومات التي

يتم تزويدها لهيئة الأوراق المالية ، الرسائل القصيرة ، النشروالاعلان في الصحف وغيرها.

4- **درجة الانتشار في السوق (Investor cognizance)** : درجة وضوح أو بروز أو انتشار الشركة ضمن مجال الصناعة التي تنتمي إليها .

5 – أبعاد الإفصاح الإختياري: وهي الأبعاد الستة للإفصاح الاختياري التي أوصت بها لجنة معايير المحاسبة المالية الأميركية (FASB) في سنة 2001، وهي كما يلي:

- **البعد الأول** ويتناول الإفصاح الاختياري عن بيانات تتعلق بالعمل، أي الإفصاح عن بعض المعلومات التشغيلية الهامة، و الإفصاح عن مقاييس الأداء المعتمدة من قبل إدارة الشركة.

- **البعد الثاني** ويتناول الإفصاح الاختياري عن تحليل الإدارة للبيانات حول العمل، أي الإفصاح عن تحليل الإدارة لأسباب التغير في البيانات التشغيلية والبيانات التي تتعلق بقياس الأداء، إضافة إلى الإفصاح عن اتجاهات التغير إيجابا أو سلبا.

- **البعد الثالث** ويتناول الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية، أي الإفصاح عن التوقعات المستقبلية حول الفرص أوالمخاطر الناجمة عن الإتجاهات الإيجابية أو السلبية لمؤشرات الأداء، إضافة إلى خطط الإدارة التي تتعلق بعوامل نجاح المنظمة، والمقارنة بين مؤشرات الأداء الحالية مع مؤشرات الأداء السابقة.

- **البعد الرابع** ويتناول الإفصاح الاختياري عن معلومات تتعلق بالإدارة والمساهمين، أي الإفصاح عن معلومات حول الإدارة والمديرين ومخصصاتهم المالية والمساهمين الرئيسين والعلاقات مع الأطراف الخارجية.

- **البعد الخامس** ويتناول الإفصاح الاختياري عن خلفية الشركة واستراتيجياتها الهامة، أي الإفصاح عن الأهداف والاستراتيجيات العامه، إضافة إلى تأثير الشركات ضمن نفس الصناعة على الشركة.

- **البعد السادس** ويتناول الإفصاح الاختياري عن معلومات تتعلق بالأصول غير الملموسة التي لم يتم الإفصاح عنها ضمن القوائم المالية.

1 – 8 الطريقة و الاجراءات:

مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة والمتداولة أسهمها في بورصة عمان لسنة 2009 وعددها 69 شركة ، وذلك من أصل 93 شركة صناعية مدرجة في البورصة حيث إن هناك 24 شركة تم شطبها أوهي قيد التصفية أو موقوفة عن التداول. هذا ولقد قام الباحث بالإتصال مع جميع الشركات المستهدفة في هذه الدراسة، إلا أن عدد الشركات التي استجابت كان 39 شركة، أي أن نسبة الاستجابة هي 57 % من مجتمع الدراسة. علما بأن هناك كشفا تفصيليا بأسماء هذه الشركات ، ملحق رقم (1).

مصادر جمع المعلومات:

اعتمدت هذه الدراسة على مصدرين رئيسيين في جمع المعلومات اللازمة :

أولا: المصادر الثانوية

تم الاعتماد على البحوث والدراسات والمؤلفات باللغتين العربية والانجليزية من أجل توضيح المفاهيم الأساسية والخروج بتصميم للدراسة يحقق أهدافها وتكون نتائجها مفيدة للباحثين والمهتمين

ثانيا: المصادر الأولية

من أجل قياس مستوى الإفصاح الاختياري تم اعتماد استبانة على شكل مؤشر للإفصاح الاختياري (الملحق (10)) ، حيث جرى بناؤه استنادا" إلى ما يلي :

1 – تم اعتماد تصنيفات الإفصاح الاختياري الستة كما صدرت عن لجنة معايير المحاسبة المالية (FASB, 2001) في التقرير الخاص بتطوير وتحسين الإفصاح الإختياري، علما بأن هذه التصنيفات السته هي بيانات عن العمل، تحليل الإدارة للبيانات حول العمل، معلومات مستقبلية، معلومات عن الإدارة والمساهمين، معلومات عن خلفية الشركة، معلومات عن الأصول غير الملموسة.

2 – تم دمج البند الأول والبند الثاني من التصنيفات الستة سالفة الذكر لكونهما يبحثان مواضيع متقاربة وهي البيانات الخاصة بالعمل وتحليل الإدارة للبيانات الخاصة بالعمل، ومن ثم رغبة الباحث في التخفيف عن الأشخاص المشاركين ممن تمت مقابلتهم من قبل الباحث لتعزيز مصداقية مؤشر الإفصاح الاختياري، وبما لا يضر بالهدف من وراء بناء هذا المؤشر.

3 – تم استعراض عناصر الإفصاح المختلفة الواردة في مؤشرات الإفصاح الإختياري التي أتيح للباحث الوصول إليها ومنها مؤشرات تم استخدامها في دراسات محلية ومؤشرات استخدمت في دراسات تمت في دول عربية وأخيرا مؤشرات استخدمت في دول أجنبية (بالحاج، 2006)، (مارق، 2009)، (Guidry, 2004)، (Globerman & Singleton, 2001).

4 – تم توزيع عناصر الإفصاح المختلفة تحت التصنيفات الخمسة، وقد تم استثناء عناصر الإفصاح الإختياري التي لا تلائم خصوصية البيئة الأردنية مثل " الإفصاح عن المنتجات التي ستنتهي حماية حقوق براءة الإختراع (Patent) لها، وتأثير ذلك على الإيرادات المتأتية منها "

5 – تم إضافة أدوات الإتصال مع المستثمرين إلى مؤشر الإفصاح الاختياري (ملحق (10)) وهي: التقرير المالي السنوي، اجتماع الهيئة العامة السنوي، التقارير الدورية (Interim Reports)، التقارير الحالية (Current Reports)، الإنترنت، الصحف، وأخرى غيرها قد يقترحها الشخص المسؤول عن الإفصاح في الشركات موضع الدراسة. ويرى الباحث أن الهدف من وراء إضافة أدوات الإتصال مع المستثمرين إلى عناصر الإفصاح الإختياري، هو أن الشركات قد تتساوى في المعلومات المالية وغير المالية التي تفصح عنه، إلا أنه تختلف في مستوى استخدامها لأدوات الإتصال مع المستثمرين، مما يؤثر وبشكل مباشر على المستوى الإخباري للمعلومات التي يتم الإفصاح عنها (Informativeness)، وبالتالي يؤثر على تقييم مستوى الإفصاح للشركات. ومن ناحية أخرى فإنه من غير الموضوعي أن يتم تقصي عناصر الإفصاح الاختيارية للشركات في أدوات الاتصال الإجبارية مثل القوائم المالية أو حتى التقرير المالي السنوي (وحسب رأي الباحث فإن هذا خطأ وقعت به كل

الدراسات السابقة التي تناولت قياس مستوى الإفصاح الاختياري للشركات)، فمن يرغب في الإفصاح عن بعض المعلومات اختياريا فإن بإمكانه عدم التقيد بالشروط والشكل الذي تفرضه القوانين والمعايير المحاسبية.

6 – أخيرا تم تحكيم مؤشر الإفصاح الإختياري الخاص بهذه الدراسة من قبل بعض الأكاديميين في الجامعات الأردنية.

1 – 9 محددات الدراسة:

1 – تقتصر هذه الدراسة على اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والتي تختلف بطبيعتها عن غيرها من الشركات في القطاعات الأخرى.

2 – تقتصر هذه الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية فقط ، دون غيرها من الشركات الصناعية العاملة في البيئة الأردنية.

3 – تقتصر أدوات الإتصال مع المستثمرين الموضوعة ضمن مؤشر الإفصاح الذي تم استخدامه في هذه الدراسة على ست أدوات، علما بأن هناك العديد من أدوات الإتصال مع المستثمرين غير موجودة في هذا المؤشر.

4 – تقتصر هذه الدراسة على تناول واحد فقط من المتغيرات التي ترتبط بتكلفة رأس المال ألا وهو مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات لأصحاب المصالح.

5 – كما في كل الدراسات التي تعتمد على مؤشر للإفصاح لقياس مستوى الإفصاح، فإن قبول النتائج يعتمد على مدى ملاءمة مؤشر الإفصاح للغاية التي بني لأجلها (Al-Akra and Ali, 2010)، (Hassan and Romilly, Giorgioni, Power, 2009) حيث إن هناك بعض الاجتهاد الشخصي يتعلق بمكونات مؤشر الإفصاح، يمكن التقليل من أثره ولكن لا يمكن إلغاؤه تماما".

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

يتكون هذا الفصل من جزأين، حيث يتناول الجزء الأول الإطار النظري الذي بنيت عليه هذه الدراسة من حيث متغيراتها وهي مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية و تكلفة التمويل بالإقتراض وعلاقة هذه المتغيرات ببعضها بعضا وعلاقتها ببعض المتغيرات الأخرى مثل مستوى الحوكمة في الشركات و تكلفة الوكالة و مستوى كفاءة السوق المالي و غيرها. أما الجزء الثاني فيتناول عرضا للدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية.

أولا: الإطار النظري

يعتبر الافصاح من المفاهيم التي لاقت اهتماما كبيرا على المستويين النظري والتطبيقي، فمنذ انهيار الأسواق المالية في عام 1929م تركزت جهود المشرعين على وضع حد لتحفظ منظمات الأعمال في تحديد توقيت و مدى ومحتوى وشكل الافصاح الذي يقدم الى أصحاب المصالح (Stakeholders). مع ذلك فانه لا يزال هناك فرق ملحوظ في مستوى الافصاح لمنظمات الأعمال المدرجة في الأسواق المالية (الحسن، 2009)، (AL-Akra and Ali, 2010)، (بالحاج ، 2006)، (العيسى، 2000).

من جانب آخر فإن قيام الشركات بتقديم مستوى معين من الإفصاح بعضه إفصاحا" إلزاميا وبعضه الآخر إفصاحا اختياريا لم يكن بلا هدف، حيث أوضحت العديد من الدراسات أن تحقيق بعض المنافع الاقتصادية ومنها تخفيض تكلفة رأس المال كان على رأس اهتمامات

متخذي القرارات الخاصة بالإفصاح لدى الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية (Rikanovic, 2005).

سيتم تناول الإطار النظري من خلال بحث ومناقشة المواضيع التالية :

1 – مفاهيم الإفصاح المحاسبي.

2 – الافصاح الاختياري و الافصاح الإلزامي.

3 – الحوافز وراء التوسع في الإفصاح.

4 – نظريات وفرضيات تربط الإفصاح الاختياري بتكلفة رأس المال.

5 – المنافع والتكاليف الإقتصادية للإفصاح المحاسبي.

6 – قياس مستوى الإفصاح.

7 – أدوات الإتصال مع المستثمرين.

8 – تكلفة رأس المال.

1 – 1 مفاهيم الافصاح المحاسبي :

يمكن النظر الى الافصاح المحاسبي كظاهرة تتأثر بالعديد من الظروف ومنها الظروف الاقتصادية والظروف القانونية وغيرها. ويرى (المليجي، 2006) أن مفاهيم الإفصاح المحاسبي قد اختلفت من مرحلة إلى أخرى وفق المراحل التي مر بها الفكر المحاسبي، حيث يتضمن كل مفهوم الكيفية التي يمكن للوحدات المحاسبية أن تتبعها لبناء افصاح محاسبي يتوافق مع متطلبات المعايير المحاسبية ويلبي احتياجات الهيئات المشرفة على أسواق رأس المال و مستخدمي القوائم والتقارير المالية. كما بين أن شكل ومحتوى القوائم والتقارير

المالية قد يختلف جوهريا باختلاف مفهوم الافصاح المطبق ، حيث إن القوائم والتقارير المالية التي تعد وفقا لمفهوم الافصاح الكافي من شأنها أن تختلف عن القوائم والتقارير المعدة طبقا لمفهوم الافصاح العادل ، عن القوائم والتقارير المعدة وفقا لمفهوم الافصاح الشامل. ويذكر (Belkaoui , 2004): أن هناك اجماعا في أدبيات المحاسبة على أن الافصاح عن البيانات المحاسبية يجب أن يكون شاملا (Full Disclosure) وعادلا (Fair Disclosure) وكافيا(Adequate Disclosure) ، وقد قدم توضيحا لهذه المفاهيم يتمثل في أن الافصاح الكافي يجب أن يتضمن على الحد الأدنى من المعلومات بحيث تكون القوائم المالية غير مضلله. وينطوى الافصاح العادل على قيد أخلاقي يستلزم المعاملة المتوازنة بين مستخدمي المعلومات المحاسبية ، بينما الإفصاح الشامل يستلزم التعبير عن الأحداث الاقتصادية بدقة حتى نضمن عدم اخفاء أية معلومة جوهرية قد تؤثر على مصالح المستثمر العادي . ويخلص نفس الكاتب الى القول بأنه يمكن النظر الى العدالة كهدف أساسي يجب التركيز عليه في مواجهة الكفاية والشمول .

وقد انتقد (Hendriksen, 1982) مفهوم الافصاح الشامل مع أنه يشير بأنه أكثر المفاهيم شيوعا فيذكر أنه "قد ينطوي على عرض معلومات غير ضرورية وهذه قد تخفي معلومات جوهرية مما يؤدي الى صعوبة عملية تفسير المعلومات، ومن ثم تعيق عملية اتخاذ القرارات". وقد انتهى هذا الأخير الى اضافة خاصية جديدة للافصاح هي المناسبة (Appropriate) حيث أشار بأن الافصاح المناسب هو الذي يوفر المعلومات الجوهرية بحيث تكون كافية وعادلة وشاملة، اضافة الى قوله "بأنه لا يوجد تباين حقيقي بين المفاهيم الثلاثة اذا ما تم استخدامها في سياقها الصحيح".

أما (أبو المكارم ، 2002) فقد بين أنه يمكن الاستغناء عن المفاهيم الثلاثة للافصاح ، واستبدالها بمفهوم واحد هو "الافصاح الفعال" باعتبار أن الفعالية تستهدف تحقيق الأهداف المرجوة. و قد صنفت (Verrecchia, 2001) مفاهيم الافصاح المحاسبي الى ثلاثة هي :

1 - مفهوم الافصاح الترابطي Association-Based Disclosure ، ويربط هذا النوع بين كمية ونوعية المعلومات المفصح عنها من قبل الشركة من جهة و الاختلاف والتنوع في أنشطة المستثمرين الذين يتنافسون في سوق رأس المال من جهة أخرى . ويتضمن هذا المفهوم الإفصاح عن المعلومات التي تساعد مستخدمي القوائم والتقارير المالية في اتخاذ قراراتهم بسوق الأوراق المالية .

2 - مفهوم الإفصاح الاختياري Discretionary-Based Disclosure ويربط هذا النوع بين الظروف المصاحبة لاختيارات الافصاح المتاحة للمديرين تلك غير المشروطة بقوانين أو تعليمات، واختياراتهم فيما يتعلق بالافصاح عن معلومات متوافرة لديهم . ويتضمن هذا المفهوم الافصاح عن المعلومات بالقوائم والتقارير المالية من جانب مديري الشركات والتي تكون متاحة لديهم وغير ملزمين بالافصاح عنها قانونا .

3 - مفهوم الإفصاح الكفؤ Efficiency-Based Disclosure ويربط هذا النوع بين الافصاح عن المعلومات بالقوائم المالية وبيئة سوق الأوراق المالية بافتراض أن حوافز الافصاح تكون خارجية المنشأ . ويتضمن هذا المفهوم الافصاح عن المعلومات بالقوائم والتقاريرالمالية التي تضمن كفاءة سوق الأوراق المالية بغض النظر عن حوافز ادارة الشركات عند الافصاح عن تلك المعلومات، هذا وسيتم بحث العلاقة بين الإفصاح الاختياري ونظرية كفاءة السوق في قسم خاص ضمن المواضيع التي سيتم تناولها لاحقا في الإطار النظري للدراسة. وبالإضافة إلى العرض السابق حول مفاهيم الإفصاح ، فقد أشار البعض

(مقلد، 2008) أنه يمكن تقسيم الإفصاح إلى مستويين هما : الإفصاح الوقائي و الإفصاح الإعلامي (التثقيفي)، حيث يعني الأول الإفصاح عن المعلومات التي من شأنها جعل القوائم المالية غير مضلله لمستخدميها، وهذا يعبر عن النظرة التقليدية للإفصاح تلك التي تركز على حماية المستثمر الذي له دراية محدودة باستخدام المعلومات المالية، ومن ثم فإن هذا المستوى من الإفصاح يمثل الإفصاح الكافي . بينما يعني الإفصاح الإعلامي الإفصاح عن كافة المعلومات الملائمة لمستخدمي القوائم المالية والتي من شأنها أن تساعدهم في اتخاذ قرارات اقتصادية رشيدة. ومن ثم فإن هذا النوع يمثل مستوى أكثر إيجابية من الإفصاح ويحقق في طياته كلا من مستوى الإفصاح العادل والشامل.

أما (Rikanovic, 2005) فقد قسم مفاهيم الافصاح الى ثلاثة أقسام مختلفة وهي كما يلي:

1 – مفهوم الإفصاح القائم على السيولة (Liquidity-Based Approach) ، وهو مبني على افتراض أن تخفيض التباين في المعلومات بين مختلف أنواع أصحاب المصالح من خلال رفع مستوى الإفصاح يزيد من سيولة الورقة المالية (يمكن تقدير سيولة الورقة المالية من خلال حجم التداولها في سوق الأوراق المالية) ويجعل المستثمرين بها على ثقة بأن أسهم هذه الشركات مسعرة بطريقة عادلة.

2 – مفهوم الإفصاح القائم على التوسع في نشر المعلومات (Information Intermediation) ، وهو مبني على افتراض أن نوعية المعلومات المالية وغير المالية التي تقوم الشركات بإنتاجها للإستخدام من قبل أصحاب المصالح هي متشابهة لكل الأوراق المالية ، أما الفروق بينها فتكمن في إدراك هؤلاء لهذه المعلومات وإمكانية وصولهم

اليها. حيث إن المستثمرعادة يختار الأوراق المالية التي يعرف عنها جيدا لتكــون ضــمن محفظته ، أما الأوراق المالية التي لا يسمع بها كثيرا أو تلك التي تكون غير واضحة ضمن البيئة الاستثمارية فمن المتوقع أنها لن تكون من ضمن اختياراته، وسيتناول الباحــث هــذا الموضــوع عنــد مناقــشة أدوات الإتــصال مــع المــستثمرين Investors Relation Instruments .

3 – مفهوم الإفصاح القائم على التقدير (Estimation Based Approach) ، وهو مبني على افتراض أن كمية المعلومات المتاحة للمستثمرين تختلف من ورقه مالية إلى أخــرى ، وأن هذا الاختلاف ينتج فروقا في المخاطر التي يقدرها أصحاب المصالح لكل ورقــة مــن الأوراق المالية و يؤثر ذلك بشكل مباشر على العائد الذي يطلبه المستثمرون.

أخيرا فقد بين (Rikanovic, 2005) أنه على الرغم من أن مفاهيم الإفصاح تبنــى علــى مجموعات مختلفة من الفرضيات إلا أنها جميعا تصف نفس الظاهرة و لكن من عدة زوايا، ولهذا فإنه لا يراها منفصلة عن بعضها وإنما مكملة الواحدة للأخرى.

و يرى الباحث أن اتباع المشرع الأردني لأي من مفاهيم الإفصاح سالفة الذكر له تأثير هام على مستوى الإفصاح الذي تقدمه الشركات، فإذا ما تم اتبع مفهوم الإفصاح الكافي فإنه من المتوقع أن الإفصاح الذي تقدمه الشركات سوف لن يتعدى المتطلبات الإلزامية التي تفرضها القوانين والتشريعات المعمول بها وهذا ما نسميه الإفصاح الإلزامي، أما في حالــة اتبــاع المشرع لمفاهيم أخرى للإفصاح مثل مفهوم الإفصاح الشامل أو مفهوم الإفصاح العادل فإنه بذلك يحرض الشركات بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على التوسع في الإفصاح الذي تقدمه

لكل أصحاب المصالح ليشمل عناصر إفصاح اختيارية إلى جانب عناصر الإفصاح الإلزامي.

1 – 2 الإفصاح الإختياري و الإفصاح الإلزامي :

في المراحل المبكرة لنشأة الأسواق المالية كان الإفصاح عن المعلومات المالية والمعلومات غير المالية يتم طوعا من قبل إدارة منشآت الأعمال، أي أنه يمكننا القول إن الإفصاح الإختياري كان هو المسيطر على ساحة الفكر المحاسبي، وبقي الحال كذلك حتى حصل الإنهيار في بورصة نيويورك في سنة 1929 حيث أصدر الكونغرس الأميركي عدة قوانين تتعلق بالإفصاح منهيا بذلك مرحلة الإفصاح الإختياري (Securities Act 1933) و (Securities Exchange Act 1934)، ثم تم تشكيل لجنة الأوراق المالية (SEC) وقد بدأت بذلك مرحلة جديدة وهي مرحلة الإفصاح الإلزامي أي الإفصاح بموجب القوانين والتعليمات مثل قوانين الشركات وقوانين الأوراق المالية والتشريعات والمعايير المحاسبية وغيرها (Tian & Chen, 2009).

إلا أنه و في السنوات الأخيرة ومع التطور الاقتصادي الذي شهده العالم ودخول مفهوم العولمة وظهور نظريات كفاءة السوق إضافة إلى ازدياد أهمية الملاءمة باعتبارها إحدى الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، فإن الافصاح الإلزامي لم يعد كافيا لاشباع حاجات المستثمرين من المعلومات على اختلاف أنواعها، حيث ارتفع الطلب من قبل أصحاب المصالح على معلومات الافصاح الاختياري، مثل التنبؤات المالية وبيانات المحاسبة الإجتماعية والبيئية ومحاسبة الموارد البشرية وغير ذلك. كما أن التأثير الإيجابي للإفصاح الإختياري على إنجاح الاتصال بين الإدارة وأصحاب المصالح و تخفيض التباين في المعلومات بين المستثمرين أنفسهم وما صاحبه من تحسين نوعية المعلومات نفسها كل ذلك

من شأنه أن يضبط عملية استئثار فئات محددة من المتعاملين، وبخاصة من لـــديهم حريـــة الوصول إلى المعلومات الداخلية Inside Information غير المتاحة للعامـــة، أو الـــذين يمكنهم أن يشيعوا في السوق معلومات خطأ، أو يتمكنوا من تسريب معلومات صحيحة تحقق لهم أرباحا ضخمة في حال دخول تلك المعلومات في قرارات باقي المتعاملين الـــذين لـــيس لديهم حرية الوصول إلى مثل هذه المعلومات. من جانب أخر، فان الافـــصاح الاختيـــاري يعطي عمقا وتفصيلا أكثر للافصاح الإلزامي ، حيث يمكن اعتباره تتمة وتوسعة للافـــصاح الإلزامي من أجل الوصول إلى إفصاح يتصف بالكمال والتنوع و التناسق (Tian & Chen, 2009). وقد بين (Rikanovic, 2005) أن هناك دورا هاما يلعبه الافصاح الاختياري في اكمال وتحسين الحاكمية وحماية مصالح المستثمرين. ويـــرى الباحـــث أن التوســـع فـــي الإفصاح والإتجاه نحو تقديم معلومات مستقبلية من خلال الإفصاح الاختياري كـــان نتيجـــة للقيود والمحددات الموضوعة على الإفصاح الإلزامي، حيث إن عملية انتاج التقارير المالية تعاني من انتقادات حادة منها أن التشريعات المتعلقة بالمحاسبة لا تسمح للمـــديرين بتنـــاول مواضيع معينة في التقارير المالية ، مثل الافصاح عن استثمار الشركة في تحسين نوعيـــة المنتجات، والإفصاح عن برامج تطوير القوى البشرية، الإفـــصاح عـــن خطـــط الـــشركة وبرامجها المتعلقة بالبحث والتطوير وخدمة العملاء وغير ذلك.

وهكذا أصبحت الأنشطة المتعلقة بالإفصاح والتي تقوم بها الشركات أحد المواضيع الهامـــة والأساسية التي تناولتها ولا تزال تتناولها الدراسات النظرية والتطبيقية، وقد استعرض

(Alam, 2007) بعض المجالات التي تناولها الباحثون في مجـال الإفـصاح ومنهـا: البحث في مدي الإنسجام في الممارسات المحاسبية على المستوى الدولي، أطـر التقـارير المالية والإفصاح، البحث في محددات الإفصاح، العلاقة بين الإفصاح الإلزامي والإفـصاح الاختياري، النتائج المختلفة لزيادة مستوى الإفصاح، الإفـصاح البيئـي، الإفـصاح عـن المسؤولية الاجتماعية وغيرها.

وفيما يلي جدول يبين أهم الفروق بين الإفصاح الإلزامي والإفصاح الاختياري:

الجدول رقم (1)

الاختلافات بين الإفصاح الاختياري والإفصاح الإلزامي

نواحي الاختلاف	الإفصاح الإختياري	الإفصاح الإلزامي
المفهوم	الإفصاح الذي يزيد عن الإفصاح الإلزامي، أو هو الإفصاح عن معلومات تحتكرها إدارة الشركة ولا يوجد إلزام بشأن الإفصاح عنها.	هي المعلومات الواجب الإفصاح عنها بموجب القانون، مثل قانون الأوراق المالية، قانون الشركات، معايير المحاسبة، وغيرها
الحافز	حافز ذاتي يهدف الى تحقيق منافع اقتصادية.	القوانين والتشريعات بهدف ضبط عملية نقل المعلومات بين الشركات المدرجة في البورصة و أصحاب المصالح.
المحتوى	الاستراتيجيات المستقبلية، خطط البحث والتطوير، التنبؤات المستقبلية، تحليل المعلومات المالية	المعلومات المالية الأساسية حسب المتطلبات القانونية و معايير المحاسبة.

نواحي الاختلاف	الإفصاح الإختياري	الإفصاح الإلزامي
مسؤولية مدقق الحسابات	في أغلب الأحيان المدقق غير مسؤول عنها	المدقق مسؤول عنها بشكل كامل
الآليات المستخدمة لنقل المعلومات للمستثمرين	المؤتمرات الصحفية، الإنترنت، الرسائل القصيرة، ...	التقرير المالي السنوي ، التقارير الدورية، احتماع الهيئة العامة، ...
عدد العناصر التي يتم الإفصاح عنها	عدد عناصر الإفصاح الأختياري غير محدد.	عدد عناصر الإفصاح الإلزامي محددة حسب معايير المحاسبة و حسب المتطلبات القانونية وغيرها.
التوقيت	في الوقت التي تراه إدارة الشركة ملائما".	في أوقات محددة حسب القوانين والتشريعات.

المصدر : تطوير عن (Tian & chen, 2009).

1 – 3 الحوافز وراء التوسع في الإفصاح:

بعد استكمال المتطلبات القانونية والتشريعية للإفصاح والتي من المفترض أن تجعل مستوى الإفصاح الإلزامي متساويا عند معظم الشركات، تتباين معلومات الإفصاح الاختياري بشكل كبير من شركة إلى أخرى، مما يجعل مستوى الإفصاح يختلف من شركة لأخرى(بالحاج، 2006)، (مرعي، 2007). إن الفروق في مستويات الإفصاح التي تقدمها الشركات المدرجة في البورصات تضعنا أمام تساؤل مهم: هل أن إفصاح الشركات هو استجابة للمتطلبات القانونية والتشريعية للبلد الذي تعمل فيه ، أم أن هناك حوافز و عوامل أخرى تؤثر على مستوى الإفصاح الذي تقدمه الشركات لأصحاب المصالح؟.

بينت العديد من الدراسات أن أمورا أخرى غير التشريعات القانونية هي التي تدفع الشركات إلى تقديم المعلومات لأصحاب المصالح، فقد أوضح (Foster, 1986) أن الشركات كانت تصدر القوائم المالية قبل ظهور الهيئات المنظمة والمشرعة للمهنة مثل لجنة الأوراق المالية (SEC)، إضافة إلى قيام الشركات بإصدار تقارير مالية وغير مالية والإفصاح بشكل موسع أكثر مما هو مطلوب من قبل الجهات التشريعية والقانونية. أما (Tian & Chen, 2009) فقد أوضح أن حاجة المجتمع إلى المعلومات التي تفصح عنها الشركات المدرجة في البورصة قد ازدادت ، و أصبح الإفصاح الإختياري مطلبا هاما لأصحاب المصالح وذلك للأسباب التالية: أهمية الإفصاح الإختياري في تخفيض فجوة المعلومات بين إدارات الشركات من جهة والمستثمرين من جهة أخرى، أهمية الإفصاح الإختياري في تخفيض تباين المعلومات بين المستثمرين بعضهم بعضا،أهمية الإفصاح الاختياري في تطوير نوعية المعلومات المقدمه لأصحاب المصالح حيث إنه من جانب فإن الإفصاح الإختياري يعطي

عمقا ومصداقية للإفصاح الإلزامي، ومن جانب آخر فإنـــه يعمـــل علـــى إتمـــام وتوســـيع المعلومات التي يقدمها الإفصاح الإلزامي وبحيث يمكن أن تتصف المعلومات المقدمة مـــن إدارة الشركة بالكمال والتنوع والتناسق. كما بين (Rikanovic, 2005) أن الحافز من وراء قيام الشركات بالتوسع في الإفصاح هو تحقيق كل أو بعض المخرجات المتوقعـــة التاليـــة، زيادة السيولة في الأسواق المالية (Market Liquidity) حيث يعتقد كـــل مـــستثمر فـــي البورصة أن المستثمرين الآخرين لديهم معلومات أكثر منه مما يجعله يحجم أو يتردد فـــي القيام بعملية الشراء أو عملية البيع (Lemon Problem)[Ψ] ، كذلك توسيع معرفـــة وإدراك المستثمرين للفرص الاستثمارية المتاحة، وتعني وضوح الشركة ضمن مجتمـــع الـــشركات المدرجة في البورصة بالنسبة للمستثمرين حيث تؤكد مفاهيم الإفصاح التي تتعلق بالـــسيولة ومفاهيم الإفصاح التي تتعلق بتقدير المخاطر على أن المنافع المتوقعة من الإفصاح يمكـــن زيادتها من خلال زيادة كمية المعلومات المفصح عنها (Quantity)، الا أن هذه الـــشركات لم تعط أهمية الى مدى وضوح رؤية الشركة بالنسبة للمستثمرين، حيث إنه قد تفصح الشركة عن معلومات دقيقة وصادقة إلا أن الوصول (Accessibility) إلى هذه المعلومـــات قـــد يكون صعبا وهذه أحد العوامل الهامة المؤثرة في تقويم مـــستوى الإفـــصاح الـــذي تقدمـــه الشركة، حيث يقوم المستثمرون عادة بالإستثمار في الشركات التي يعرفونها فقط متجاهلين أبسط قواعد نظرية المحافظ فيما يتعلق بموضوع التنويع، لهذا تواجه الشركات غير

[Ψ] Lemon problem is related to information asymmetry ,which occurs when the seller knows more about a product than the buyer.

المعروفة جيدا من قبل المستثمرين صعوبات في إيجاد التمويل المناسب وتصبح تكلفة تمويلها مرتفعة، إضافة إلى ما سبق فإن المخاطر المقدرة (Estimation Risk) من قبل المستثمرين هي أحد الحوافز التي تدفع الشركات إلى التوسع في الإفصاح حيث إن حجم المعلومات المتاحة للمستثمر هي كما حجم العينة، كلما صغر حجمها كلما ارتفعت المخاطر المقدرة من قبل المستثمر مما يدفع المستثمر إلى زيادة العائد المطلوب على الأموال التي يقدمها، أي ارتفاع في تكلفة رأس المال بالنسبة للشركة، كما أن رفع كفاءة الأسواق المالية (Market Efficiency) هو من الحوافز التي تدفع الشركات إلى التوسع في الإفصاح المقدم لأصحاب المصالح، حيث إن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكفؤة تعكس جميع المعلومات المتوافرة والمتعلقة بالأسهم و يحصل ذلك نتيجة لقيام الشركات بتقديم مستوى معين من الإفصاح بحيث تتماثل المعلومات بين من هم داخل الشركات ومن هم خارجها (Lundholm & Myers, 2002)، وكنتيجة لهذه الفرضية فإنه يتم تداول الأسهم حسب قيمتها السوقية العادلة وبالتالي تحصل الشركات على التمويل بالكلفة المناسبة، كما يعد جذب المستثمرين المؤسساتيين[4] (Institutional Investors) من أهم الحوافز التي تدفع الشركات إلى التوسع في الإفصاح، وقد بين (Verrecchia,2001) أن جذب المستثمرين المؤسساتيين ينتج عنه انخفاض في تكلفة رأس المال، أما (Healey & Palepu, 2001) فقد وجدا أن بعض الشركات تقيم خطآ في

---

[4] يعرف المستثمرون المؤسسيون عادة على أنهم تلك الفئة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تدير المدخرات بشكل جماعي لمصلحة المستثمرين الصغار، نحو تحقيق هدف معين، من حيث الخطورة المقبولة وتعظيم العائد. ومن أهم أمثلة المستثمرين المؤسسيين الصناديق الاستثمارية و مؤسسة الضمان الإجتماعي و شركات التأمين وغيرها. وتلعب تلك المؤسسات دوراً محورياً ومهيمناً في الأسواق المالية الناضجة، من خلال تمكين المستثمرين الأفراد للاستفادة من أسواق رأس المال عن طريق الخدمات التي يقدمها مديرو الأصول المحترفون.

الأسواق المالية، وهذا ما يحفز مديري هذه الشركات على القيام بأنشطه لتصحيح هذا الخطأ. ويمكن استخدام الإفصاح الإختياري لتحسين مصداقية التقارير المالية اضافة الى التخفيف من مشكلة التقييم الخطأ للشركات. وضمن هذا السياق فقد وجد (Kollmann & Andreas, 2006) أن التباين في مستوى أداء الشركات هو عامل مهم يؤثر على استراتيجية الإفصاح التي تتبناها هذه الشركات، حيث تقوم الشركات التي يتصف أداؤها بمعدل تذبذب مرتفع بتقديم إيضاحات مختلفة للمجموعات المختلفة من أصحاب المصالح وبتكرار عالي، ويعود السبب في ذلك الى حالة عدم التأكد التي تواجه المستثمرين وغيرهم في مثل هذه الحالات، حيث يجد المديرون أنفسهم مجبورين على إدارة وتصحيح توقعات السوق وبشكل متكرر خاصة عند ظهور تنبؤات سلبية عن أداء الشركة المستقبلي. ويمكن ملاحظة ذلك جيدا في الشركات التي ما تزال في مرحلة البداية في أعمالها، هذا ولقد بين (Kollmann & Andreas, 2006) أن اختيار الأدوات الملائمة للإتصال مع المستثمرين المتوقعين هو طوق النجاة للشركات التي ما زالت في مرحلة البداية، أما (Aerts&Cormier&Magnan, 2006) فقد توصلوا الى أن تقليد ما تقوم به شركات مماثلة في نفس الصناعة من حيث مستوى الإفصاح الذي تقدمه، قد يكون الحافز من وراء قيام بعض الشركات بتقديم مستوى معين من الافصاح الاختياري، ويتضح هذا السلوك عندما يكون هناك تركيز عالي للشركات في صناعة معينة ويضعف في الشركات التي تتعرض لها كثيرا وسائل الإعلام المختلفة، إضافة الى ما سبق فقد وجد (عبد الملك، 2008) أن سمات ونوعية الحاكمية المؤسسية تؤثر على القرارات المتعلقة بالافصاح، أي أن الشركات التي لها حاكمية مؤسسية فعالة تميل إلى أن يكون لها مستوى مرتفع من الإفصاح

الإختياري، هذا وقد ذكر (Healey and Palepu,2001) أن الباحثين قد عرفوا وفسروا ستة عوامل تتعلق بالأسواق المالية تؤثرعلى قرارات المديرين الخاصة بالإفصاح ومن ضمنه الافصاح الإختياري وهذه العوامل هي، أولا :فرضية الصفقات التي تتم في أسواق رأس المال (Capital Markets Transactions Hypothesis)، حيث تعتبر مدركات المستثمرين وتصوراتهم عن الوضع المستقبلي للشركات أمرا هاما بالنسبة للمديرون اللذين يتطلعون الى اصدار أسهم أو اصدار سندات أو الإستحواذ على شركة أخرى من خلال اصدار الأسهم ، و يعتبر تباين المعلومات بين من هم داخل المنظمات ومن هم خارجها من المشكلات التي تتسبب بارتفاع تكاليف التمويل سواء بالإقتراض أومن خلال إصدار الأسهم، لهذا فإن لدى المديرين الذين يتوقعون عمل صفقات ما مع البورصه (إصدار أسهم أو إصدار سندات مثلا) الحافز لتقديم مستوى معين من الإفصاح الإختياري في سبيل التخفيض من مشكلة تباين المعلومات وبالتالي الحصول على تمويل خارجي بأقل التكاليف، ثانيا: فرضية السيطرة على قيادة الشركة Corporate Control Contest Hypothesis حيث يعتبر المديرون في العادة هم الأشخاص المسؤولون أمام أعضاء مجلس الإدارة والمستثمرون عن الأداء الحالي للاسهم وهناك بعض الادلة تشير الى أن وجود علاقة بين الأداء الضعيف للأسهم ومعدل دوران المديرين التنفيذيين (Weisbach, 1988)، ثالثا: فرضية تعويضات الأسهمٍ Stock Compensation Hypothesis ، اذا ما كانت التعويضات التي يحصل عليها المديرون هي على شكل أسهم، فإنه قد وجد أن هذا النوع من التعويضات يمثل حافزا للمديرين على تقديم مستوى معين من الافصاح الاختياري وذلك لتحقيق عدة أهداف منها

زيادة سيولة السهم في البورصة وتحقيق بعض المتطلبات القانونية و غير ذلك، رابعا:فرضية تكاليف الدعاوي القضائية Litigation Cost Hypothesis حيث تعتبر تكاليف الدعاوى القضائية من الأمور التي يأخذها المديرون بعين الاعتبار في قراراتهم المتعلقة بالافصاح وذلك للأسباب التالية: السبب الأول: يتوسع المديرون بالإفصاح خوفا من تعرضهم إلى المساءلة قانونية بسبب المعلومات غير الملائمه أو المعلومات في التوقيت غير الصحيح، السبب الثاني: يقلل المديرون من حجم الإفصاح تحسبا للمساءلة القانونية التي قد يتعرضون إليها اذا ما قدموا معلومات مستقبلية عن الشركة، خامسا : فرضية تتعلق برغبة الإدارة في إظهار مهارتها خاصة في مجال التنبؤ المستقبلي، حيث إن التنبؤات المستقبلية تجعل لدى المستثمرين صوره ايجابية حول قدرة الإدارة على التنبؤ بتغيرات البيئة الإقتصادية وينعكس ذلك عادة الى قيمة سوقية أعلى للشركة، سادسا : فرضية تكاليف الملكية Proprietary Cost Hypothesis[5] وقد بينت (Verrechia, 2001) دور تكاليف الملكية في تفسير قرارات الشركات المتعلقة بالإمتناع عن الإفصاح عن معلومات إضافية. أما (السقا، 2010) فقد وضع سبعة أسباب تقف حافزا وراء قيام الشركات بالإفصاح لأسباب تتعلق بالأسواق المالية، وهذه الأسباب هي: 1 – انتشار ما يسمى الهندسة المالية (Financial Engineering)، وهي مزيج من الرياضيات والإحصاء وعلم الحاسوب التي تأخذ صورة صياغات رياضية معقدة أحيانا, وذلك لتقييم مستويات المخاطرة والعائد ومن ثم الحكم على قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأصول المالية، ونتيجة لاتساع انتشار الهندسة المالية اختلفت استراتيجيات المتعاملين في السوق بشكل واضح، حيث أصبح

---

[5] Proprietary costs arise when private information if released may harm the firms competitive position.

المتعاملون في البورصات يعملون وفق صيغ رياضية جامدة لتوقيتات البيع والشراء من دون إدراك طبيعة الفروض التي بنيت عليها مثل هذه النماذج، 2 – إن الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق الأوراق المالية هم من صغار المستثمرين، وهؤلاء هم أقل المتعاملين استعدادا لتحمل ما يترتب على تغيرات أسعار الأوراق المالية من خسائر، ونظرا لضعف القدرات الفنية لهؤلاء نتيجة خلفيتهم المتواضعة في مجال التحليل المالي، فإنهم لا يهتمون بالعوامل الأساسية في التحليل والتقييم وقياس التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من مبادئ التمويل التي يجب أن يتم استخدامها في تحليل الأسهم، فضلا عن عدم قدرتهم على الوصول إلى مصادر المعلومات الداخلية، ومن ثم فإنهم لا يدركون حجم المخاطر التي يمكن أن تحيط بهم في ظل سوق مال تغيب فيها الشفافية والإفصاح. ولذلك نجد أن أغلبية هؤلاء يميلون إلى اتباع استراتيجية سلوك القطيع (Herd Behavior). فإذا كان المتعاملون في السوق يتبعون استراتيجية سلوك القطيع، فمن الممكن تضليل المتعاملين في السوق بسهولة، وذلك عندما ينحرف المتعاملون الرئيسون في السوق أو الذين ينظر إليهم على أنهم مفتاح البورصة. المشكلة الأساسية هي أنه في حال تعرض صغار المستثمرين إلى خسائر حادة نتيجة ممارسات غير قانونية فإنها ستؤدي إلى عزوف هؤلاء المستثمرين عن الدخول مرة أخرى إلى البورصة نظرا لحالة انعدام الثقة التي ستتكون لدى هؤلاء حول السوق بشكل عام. وبمعنى آخر فإن توفير الشفافية وضمان الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، ويرفع من مستوى كفاءة السوق بمعناها الفني، 3 – هناك تغيراهيكلي في طبيعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية واستراتيجياتهم في عالم اليوم بالشكل الذي يجعل بورصات الأوراق المالية أقرب إلى صالات للمضاربة أو القمار منها إلى كونها ساحات للاستثمار،

ومن ثم فإنها بحاجة الآن أكثر من أي وقت مضى إلى توافر المعلومات بشفافية تضمن رفع درجة استقرار السوق، 4 – يعمل الإفصاح على حماية المستثمرين في السوق من الممارسات غير القانونية مثل تسريب الأسرار أو استخدام معلومات داخلية غير متاحة لجمهور المستثمرين لتحقيق أرباح غير طبيعية، أو غيرها من الممارسات التي ترفع درجة عدم استقرار السوق وتحول دون أدائه وظيفته الأساسية كساحة لتعبئة مدخرات الجمهور وتوجيهها نحو الاستخدامات الاستثمارية الصحيحة، وليس نحو المضاربة، 5 – إن تقديم معلومات ملائمة للمستثمرين تقلل من احتمالات تعرض السوق إلى التقلب, من ثم تقل تكلفة تدخل الدولة في السوق من الناحية المالية، 6 – إن أفضل وسيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية لأطراف دون أخرى هو فرض ضرورة إتاحتها على نحو متساو لجموع المتعاملين في البورصة، بحيث تكون هذه المعلومات متوازنة ومحايدة وخالية من أي تحيز، وبحيث يؤدي استخدامها إلى تحقيق أرباح عادلة للجميع، 7 – ضخامة الآثار المالية التي تترتب على أي تغير ولو بسيط في مؤشر البورصة، وعظم الآثار التي يمكن أن تنعكس من البورصة (أي من القطاع المالي) على القطاع الحقيقي في الاقتصاد، ذلك أن التجارب السابقة في العالم تشير إلى أن أية أزمة مالية غالبا ما تتحول إلى أزمة اقتصادية وذلك من خلال انتقال آثار الأزمة من البورصة إلى الجهاز الإنتاجي في الاقتصاد نظرا لانتشار التوقعات التشاؤمية، الأمر الذي يرفع من معدلات البطالة وازدياد حالات البؤس الاقتصادي.

هذا وقد تناولت العديد من الدراسات بعض الأبعاد الديموغرافية الخاصة بالشركة أو بالبيئة المحيطة بها والتي لها تأثير مباشر أو غير مباشر على مستوى الإفصاح الإختياري (بالحاج، 2006) (Hosssain&Perera&Rahman, 2007)

(Chow&Boren, 1987)، وهذه المتغيرات هي جحم الشركة، نسبة الأصول الثابتة الى إجمالي الأصول، حجم مكتب التدقيق، مستوى النشاط الدولي، نسبة الربحية، نسبة السيولة، نسبة المديونية، هيكل الملكية، المنافسة، تكاليف المقاضاة، مصادر لتمويل(داخلية\خارجية)، جودة التدقيق، المستوى المهني لشركات الوساطة. أما (Myburgh, 2001) فقد أوضح أن هناك عوامل عديدة تؤثر على مستوى الإفصاح الإختياري الذي تقدمه الشركات ومنها موقف المجتمع وثقافته حول أهمية ودور الإفصاح، إضافة إلى عوامل أخرى اقتصادية وسلوكية تتعلق بثقافة منظمة الأعمال نفسها، أما دراسة (Eisayed&Hoque, 2010) فقد بينت أن هناك تأثيرا إيجابيا وقويا للمؤسسات الاجتماعية والسياسية الدولية والمؤسسات المالية الدولية ومعايير المحاسبة الدولية على مستوى الإفصاح الاختياري للشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية ، في المقابل لم يكن لشدة المنافسة على المستوى الدولى أي تأثير على مستوى الإفصاح الاختياري للشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية، أما (Verrecchia,1983) فقد بينت أن لدى الشركات بعض الحوافز لإخفاء والتكتم عن معلومات تعتقد أنها قد تؤدي الى إضعاف وضعها التنافسي، حتى وإن أدى ذلك الى زيادة تكاليف تمويل هذه الشركات، وتتأثر هذه الحوافز بعوامل تتعلق بطبيعة هذا التنافس من حيث هل حالة المنافسة واقع تعيشه الشركة أم هو عبارة مخاطر متوقعة من دخول منافسين جدد، إضافة الى مرونة الطلب على منتجات الشركة ربحيتها، من ناحية أخرى فقد تناول(آل عباس، 2010) قضية اخفاء ادارة الشركات للمعلومات كما يلي "قد تعذر إدارات الشركات في بعض هذه القرارات إذا كانت تصب في مصلحة المساهمين, لأن إدارة الشركة تعد وكيلا عنهم معينة من قبلهم للمحافظة على مصالح الشركة. لكن في ظل انتشار ظاهرة التلاعب بالقوائم المالية، خاصة في زمن الأزمات المالية التي تعصف هنا

وهناك وتهز كيانات مالية ضخمة بل دولا، فإن الثقة بإدارات الشركات وعملها كوكيل عن الملاك أصبح أمرا محل شك. فقد أصبحت هذه الإدارات تتخذ القرارات من دوافع المصالح ومنافع شخصية بحتة أو بغرض التأثير في سعر سهم الشركة دون النظر إلى المستثمرين وحال الشركة واقتصادياتها"

ويرى الباحث أن تحقيق أهداف اقتصادية كان هو دائما الدافع والحافز المباشر أو غير المباشر من وراء التوسع في الإفصاح ، حيث إنه لا يمكن تبرير أية نفقة يمكن أن تتحملها الشركات دون أن يتحقق من ورائها منافع اقتصادية ، وهذا هو محور الدراسة الحالية.

1- 4 نظريات وفرضيات تربط الإفصاح الاختياري بتكلفة رأس المال.

بينت المباحث السابقة من الدراسة المتغيرات التي تربط الإفصاح الاختياري بتكلفة رأس المال ، مثل سيولة الورقة المالية والمخاطر المقدرة للورقة المالية وغير ذلك. علاوة على ما سبق سيتم في هذا المبحث استعراض نظريات وفرضيات هامة تربط ما بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال وكما يلي:

أولا: سيتم التعريف بحوكمة الشركات، ثم مناقشة الدراسات والأبحاث التي تربط بين الإفصاح الاختياري وحوكمة الشركات من جهة، ثم العلاقة بين حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال من جهة أخرى.

ثانيا: سيتم التعريف بنظرية الوكالة، ثم مناقشة الدراسات والأبحاث التي تربط بين الإفصاح الاختياري ونظرية الوكالة من جهة، ثم العلاقة بين نظرية الوكالة و تكلفة رأس المال من جهة أخرى.

ثالثا: سيتم التعريف بفرضية كفاءة السوق، ثم مناقشة الدراسات والأبحاث التي تربط بين الإفصاح الاختياري وفرضية كفاءة السوق من جهة، ثم العلاقة بين فرضية كفاءة السوق وتكلفة رأس المال من جهة أخرى.

1- 4 -1 الإفصاح الاختياري وعلاقته بحوكمة الشركات و تكلفة رأس المال:

عرفت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD[6] حوكمة الشركات كما يلي[*]:

" أن حوكمة الشركات تتضمن مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها وغيرهم من أصحاب المصالح، وتقدم الحوكمة أيضا الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف الشركة، وتحديد وسائل إنجاز تلك الأهداف والرقابة على الأداء. "

هذا ولقد بين(خليل، 2005) أنه قد تعددت الآراء بين مختلف الكتاب والباحثين في التعبير عن مفهوم حوكمة الشركات، وقد خرج نفس الكاتب بعدد من الملاحظات منها شمول مفهوم حوكمة الشركات للعديد من الأبعاد سواء الاقتصادية أو القانونية أو الإدارية أو المحاسبية أو الاجتماعية أو الأخلاقية ، وذلك نتيجة عدم الإتفاق على تعريف أو مفهوم موحد لمصطلح (Corporate Governance)، ازدياد انتشار مفهوم حوكمة الشركات بصورة واسعة بعد حدوث الكثير من الإنهيارات والأزمات الاقتصادية للكثير من الوحدات الاقتصادية العملاقة، مما يعني فعالية الدور الذي يقوم به هذا المصطلح وما يتضمنه من وسائل للعلاج والإصلاح

[6] Organisation for Economic Co-operation and Development
[*] http//browse.oecdbookshop.org/oecd/pdfs/browseit/260402AE.pdf

لمثل هذه الإنهيارات والأزمات، يساعد مفهوم حوكمة الشركات في القضاء على التعـــارض وتحقيق الانسجام والتوازن بين مصالح الفئات المختلفة المهتمة بالوحدة الاقتصادية سواء من داخلها أو من خارجها، وذلك عن طريق الحد من سيطرة الإدارة وإعطاء ســـلطات أوســـع للفئات الأخرى – خاصة المساهمين– وغيرهم من أصحاب المصالح، القاسم المشترك بـــين المفاهيم المختلفة لمصطلح حوكمة الشركات هو الاهتمام بتطوير الأداء وتحقيـــق الـــشفافية والإنضباط والعدالة، اهتمام مصطلح حوكمة الشركات بتحقيق الإفصاح والشفافية في كافـــة المعلومات وبصفة خاصة المعلومات المالية لما لها أهمية ودور فعال في تحقيـــق أهـــداف أصحاب المصالح في الوحدة الاقتصادية، مما يعني الاهتمام بتحقيق جودة هذه المعلومـــات، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل امتد إلى دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، وأخيرا فقد أشار نفس الكاتب الى أن التطبيق الجيد لمفهوم حوكمة الشركات يتضمن العديد من الأهداف والمزايا ومنها على سبيل المثال لا الحصر، تقويم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة فيها، تعظيم أرباح الوحدة الاقتصادية، الحصول على التمويل المناسب والتنبـــؤ بالمخاطر المتوقعة.

ويرى الباحث أن المبادىء التي تقوم عليها حوكمة الشركات والأهداف المرجوة مـــن وراء تقديم مستوى معين من الإفصاح الاختياري كلاهما يمكن اعتباره من آليات الضبط والرقابة على أداء مديري الشركات حتى يوجهوا جهودهم لخدمة أصحاب المصالح مـــن مـــساهمين ومستثمرين ومقرضين وغيرهم. إلا أن الباحث لا يتفق مع ما جاء به (خليل، 2005) مـــن حيث التركيز على المعلومات المالية دون غيرها من المعلومات، علما بأن المعلومات غيـــر المالية لها قدر كبير من الأهمية (مثل المعلومات حول المـــسؤولية الاجتماعيـــة والبيئيـــة والمعلومات حول البحث والتطوير وخدمة العملاء وغيرها) و هي في العادة تصنف ضمن

معلومات الإفصاح الاختياري التي تعطي أصحاب المصالح مؤشرات عن الأداء المستقبلي للشركات وهو الأساس الذي يعتمد عليه هؤلاء في تقييم الشركات بشكل صحيح. أما (عبد الملك، 2008) فقد بين أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات الخاصة والداخلية لجميع المستثمرين في توقيت واحد ، وأن الحوكمة لديها الآلية للوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات، وأضاف أن أهم الافتراضات التي يقوم عليها نموذج التوقعات الرشيدة والذي يفسر أحد آليات حوكمة الشركات فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية هي: أنه مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية تقل درجة عدم تماثل المعلومات، كما أنه مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقل دور صانعي السوق♥ بما يضمن تحسين السيولة في سوق الأوراق المالية، أخيرا فإنه مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية تقل التقلبات في أسعار الأسهم، وبالتالي تقل مخاطر هذه الأوراق المالية وما ينتج عنه من انخفاض في العائد الذي يطلبه المستثمرون، وبلغة أخرى انخفاض في تكلفة التويل بالنسبة للشركات، وهذا ما أيدته العديد من الدراسات ومنها (السعدني، 2007) و (Black&Jang&Kim, 2003) و غيرهم وكلها بينت أن زيادة مستوى تطبيق مبادىء

♥ صانع السوق بالنسبة لسوق الأسهم هو شخصية اعتبارية – كشركة استثمار – تتبنى سهما معينا وتلتزم أمام منظم سوق الأسهم بأن تشتري أي كمية من هذا السهم تُعرض للبيع، وأن تبيع أي كمية من هذا السهم لمن يطلب الشراء بسعره الذي يحدده السوق فلا تتوقف حركة الشراء والبيع ولا يتعطل السوق ويتوافر بذلك الحماية للسوق من التذبذب الشديد لسعر السهم صعودا وانخفاضا. فصانع السوق في أيام التداول الطبيعية يحقق أرباحه من فارق هامش البيع والشراء للسهم، مثله مثل صرافي العملات. وصانع السوق كذلك يُبحر عكس التيار في حالات هيجان السوق في طفراته وانهياراته فقد يربح عشرات الملايين في اليوم الأبيض في وقت صعود السوق ويخسرها مُضاعفة في اليوم الأسود.

حوكمة الشركات يؤثر إيجابا على قدرة الشركات في الحصول على التمويل المناسب، أي الحصول على الأموال بأقل تكاليف ممكنة.

1- 4 – 2 الإفصاح الاختياري وعلاقته بنظرية الوكالة و تكلفة رأس المال:

(i) نظرية الوكالة (Agency theory):

ترى نظرية التنظيم (الادارية) الحديثة أن الشركة مكونة من مجموعات من أصحاب المصالح و يتم عرض العلاقات القانونية (التعاقدية) بين هذه المجموعات من أصحاب المصالح عن طريق نظرية الوكالة ، و تظهر علاقة الوكالة عندما يقوم طرف (الموكل) باستخدام طرف اخر (وكيل) للقيام ببعض الاعمال نيابة عنه مثال ذلك، الموظفين وكلاء لمجلس الادارة و مجلس الادارة وكيل عن المساهمين ، و مدققي الحسابات وكلاء عن المساهمين.

(ii) مشكلة الوكالة (Agency problem):

المدرون لا يعملون لمصلحة المالكين ما لم يكن هذا يصب في مصلحتهم، وتنشأ هذه المشكلة من الفصل بين الإدارة وملكية الشركة، وبعبارة أخرى ما هو جيد للمالكين ينبغي أن يكون جيدا للمديرين أيضا، فإن لم يكن كذلك فإن المديرين سيتخذون قرارات تصب في مصلحتهم ، دون النظر إلى مصلحة المالكين (المالكين هم حملة الأسهم)، من جانب آخر فإن مشكلة الوكالة تبحث ضمن أحد جوانبها في تباين المعلومات بين إدارة الشركة ومن هم خارجها من المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح.

(iii) تكاليف الوكالة (Agency costs):

نظرا لاحتمالات التعارض بين الموكلين والوكلاء فإن أصحاب رأس المال في حاجة إلى متابعة ومراقبة مدى التزام الإدارة (الوكيل) بالمتطلبات التي يقتضيها عقد الوكالة، وأن أكثر الوسائل المستخدمة والشائعة في هذا المجال هي مطالبة المدققين الخارجيين بالتقارير المحاسبية الدورية عن الأداء. وفي المقابل نجد أن من مصلحة الإدارة اكتساب ثقة أصحاب الأموال، وتجنب أي سوء فهم قد ينشأ بينهم وذلك عن طريق اتخاذ مجموعة من التدابير التي تعطي الاطمئنان لأصحاب الأموال، كذلك فإن الإدارة تتصرف بما يحقق أهدافها ومصالحها. ومن الأمثلة على ذلك تطبيق نظام رقابة داخلية وخارجية، التأمين على ممتلكات المنشأة، وضع حدود قصوى للإنفاق ومراقبته في شكل موازنات. ونتيجة لذلك سوف يترتب على المنشأة تكاليف الوكالة ويمكن حصرها فيما يلي:

1- تكاليف من جانب الموكل لمراقبة ومتابعة تصرفات وقرارات الوكيل.

2- تكاليف من جانب الوكيل تتعلق برعايته لمصالح الموكل.

3- تكاليف أخرى متمثلة في سلبيات ناتجة عن قرارات مخالفة لوجهة نظر الموكل.

وقد بين (Rikanovic, 2005) أن تكاليف الوكالة تتأثر بمتغيرين هما مشكلة المعلومات (Information Problem) والتي تتمثل في تباين المعلومات بين المتعاملين في الأوراق المالية، أي تباين المعلومات بين المستثمرين في البورصة (بائعين ومشترين). ومشكلة الوكالة (Agency Problem) كما سبق توضيحها. وأنه كلما توسعت إدارة الشركة في مجال الإفصاح الاختياري عن معلومات مالية ومعلومات غير مالية فإنها بذلك تقوم بعملية الضبط والتقليل من كل من مشكلة المعلومات ومشكلة الوكالة، وبالتالي التخفيض من تكاليف الوكالة والتكاليف الأخرى المرتبطة بالحصول على المعلومات، وكلها تكاليف تدخل في

حساب العائد الذي يطلبه المستثمرون (هو نفسه تكلفة رأس المال). حيث إن انخفاض هــذه التكاليف يؤدي إلى انخفاض في تكلفة رأس المال.

1- 4 – 3 الإفصاح الاختياري وعلاقته بفرضية كفاءة الأسواق المالية و تكلفة رأس المال:

سيتم تناول فرضية كفاءة الأسواق المالية من زاوية أثر كفاءة الأسواق المالية على ســعر السهم السوقي، حيث إنه في ظل السوق الكفؤ فإن الأسهم تكون مسعرة حسب قيمتها العادلة (Fair Value) ، وهي القيمة التي تعكس تماما قيمة الأسهم الحقيقيــة (Intrinsic Value) التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر (عبد الملك، 2008)، وبعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناجمة عن الاستثمار بهذه الأسهم والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعــويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها هذا الاستثمار تساوي تماما القيمة السوقية للــسهم يوم شرائه. أما مواصفات السوق الكفؤ فقد ذكرها (صالح، فريدة، 2010) كما يلي: وجــود منافسة تامة بين مختلف المتعاملين في السوق، توافر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداولة في البورصة، أخيرا الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

وهناك ثلاثة مستويات لكفاءة السوق؛ المستوى الضعيف، المستوى شبه القــوي والمــستوى القوي وهي كما يلي:

أولا : فرضية المستوى الضعيف لكفاءة السوق (Weak Form Efficient Market Hypothesis): وضمن هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأسهم الحالية في السوق تعكس المعلومات التاريخية فقط الموفرة للمستثمرين.

ثانيا: فرضية المستوى شبه القوي (Simi Strong Efficient Market Hypothesis) : وفي هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأسهم الحالية تعكس بالإضافة الى المعلومات التاريخية المعلومات الجارية أيضا، وبشرط أن تكون هذه المعلومات عامة ومتاحة لجميع المتعاملين دون استثناء.

ثالثا: فرضية المستوى القوي (Strong Form Efficient Market Hypothesis) : ويعكس الأسعار الحالية للأسهم، المعلومات التارخية و الجارية بنوعيها العام والخاص.

وحسب (مطر، 2004) فإنه في الواقع العملي فإن أكثر هذه المستويات الثلاثة ارتباطا بالمعلومات المحاسبية والإفصاح المتوافر فيها هو المستوى الثاني (شبه القوى)، وذلك باعتبار أن المعلومات العامة والتي تكون عادة متاحة لجميع المتعاملين فيه هي البيانات المحاسبية المنشورة، وهذه البيانات المنشورة هي أقل من المعلومات التي بحوزة مديري الشركات. وقد تناول(السقا، 2010) موضوع العلاقة بين المعلومات وكفاءة السوق حيث قال " تلعب المعلومات دورا حاسما في التأثير في قرارات المتعاملين في السوق بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ. وتفترض نظريات كفاءة سوق الأوراق المالية أن جميع المعلومات عن السوق والشركات المسجلة فيها متاحة بشكل عام، وأن المتعاملين في السوق لديهم حرية وصول إلى هذه المعلومات دون تكلفة، أو بتكلفة زهيدة، غير أنه من الناحية العملية يعد حصول جميع المستثمرين على المعلومات اللازمة لتقييم القرار الاستثماري أحد التحديات التي يمكن أن تواجه أي سوق للأوراق المالية، على الرغم من الأهمية الكبيرة

التي تمثلها المعلومات بالنسبة إلى استقرار السوق ونمو المعاملات فيها وتدعيم ثقة المتعاملين فيه ". وفي هذا السياق فقد ذكر (السقا، 2010) عدة أمور يمكن إجمالها بما يلي:

1- إذا كانت القيمة السوقية للسهم لا تساوي قيمته العادلة فإن هذا يؤشر الى تباين في المعلومات بين المستثمرين وإدارة الشركة.

2- إن وجود تباين في المعلومات بين المستثمرين وإدارة الشركة يتعارض مع فرضية كفاءة السوق.

3- بناء" على ما سبق فإن افتراض كفاءة السوق غير صحيح بسبب وجود اختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للأسهم.

4 – إذا ما قامت إدارة الشركات بخطوات عملية للتقليل من تباين المعلومات بينها وبين المستثمرين من خلال تقديم مستوى معين من الإفصاح الإختياري فإن ذلك ينعكس إيجابا على كفاءة السوق ومن ثم تحسين عملية تخصيص الموارد الاقتصادية.

أما (عبد الملك، 2008) فقد بين أن مستوى كفاءة السوق يزداد كلما قامت الشركات بالتوسع في تقديم معلومات مالية ومعلومات غير مالية من خلال الإفصاح الاختياري، بحيث تقل الفجوة في المعلومات بين من هم داخل الشركة ومن هم خارجها، مما يخفض من الأعباء والتكاليف التي يتحملها المستثمرون في سبيل حصولهم على المعلومات، وبالتالي ينخفض العائد الذي يطلبه هؤلاء المستثمرون، أي تنخفض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركة.

1 – 5 المنافع والتكاليف الاقتصادية للافصاح المحاسبي :

تناولت العديد من الدراسات تصورات مختلف الأطراف حول أهمية الإفصاح الاختياري في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية ، كما بين العديد من الباحثين لماذا يتعين على الشركات أن تقدم المزيد من الإفصاح الاختياري، وقد ذكر (Myburgh, 2001) بعض الأسباب التي تقف وراء قيام الشركات بتقديم مستوى معين من الإفصاح الاختياري وهي على سبيل المثال لا الحصر، التخفيض في تكلفة رأس المال، التأثير على سعر السهم السوقي، تحسين قدرة الشركة في الحصول على التمويل من خلال أسواق رأس المال وبالكلفة المناسبة. وسيقوم الباحث فيما يلي بذكر البعض من هذه الدراسات، بين (Foster,1986) أن قوى السوق وليس التشريعات هي في الغالب الدافع وراء قيام الشركات بالافصاح ، وأضاف أن قوى السوق هي من تحدد أو تؤثر على محتوى وتوقيت الافصاح في القوائم المالية ، كما بين (Kothari, 2001) و (Myburgh, 2001) أن المستثمرين يقيمون الشركة بناء" على ما يتوافر لديهم من معلومات، حيث يستخدم هؤلاء عادة معلومات سابقة ومعلومات حالية إضافة إلى معلومات حول الصناعة التي تنتمي إليها الشركة والحالة الإقتصادية العامة وذلك للحصول على القيمة العادلة للشركة، وحسب (Lambert leuz & Verrecchia 2007 &) فإنه من المفترض أن هناك علاقة بين النظرية الاقتصادية والفكر المحاسبي الحديث ، ذلك أن التوسع في الافصاح يؤدي الى انخفاض في تكاليف تباين المعلومات (مثل التكاليف التي يدفعها المستثمرون المحللون الماليون الخارجيون) وهذه تعتبر أحد العناصر المكونة لتكلفة رأس المال في الشركات ، إذن يمكن القول إن زيادة مستوى الافصاح يؤدي الى

انخفاض محتمل في درجة تباين المعلومات التي لدى مديري الشركات من جهة والمساهمين و المستثمرين الحاليين والمتوقعين في أسهم الشركة (البائعين و المشترين المحتملين لأسهم الشركة) من جهة أخرى، أما (Greenstein, Sami,1994) فقد قدما إثباتا عمليا للأثر الإيجابي للإفصاح المحاسبي على تكاليف الصفقات (Transaction cost) والتي يمكن قياسها من خلال المدى بين سعر العرض وسعر الطلب على الأوراق المالية. كما وجدت (Botosan, 1997) في دراستها التي تناولت الشركات التي لا تحظى باهتمام المحللين الماليين أن هناك علاقة بين الانخفاض في تكلفة رأس المال و عملية التوسع في الإفصاح. أما العلاقة بين الإفصاح وتكلفة التمويل بالإقتراض تحديدا فقد تمت دراستها من قبل (Sengupta, 1998) حيث وجدت أن الشركات ذات التصنيف المرتفع من قبل المحللين الماليين تحظى بتكلفة أقل للتمويل بالإقتراض. أما (السيد، 2003) فقد بين أنه يمكن النظر الى الآثار الإقتصادية لتعليمات الإفصاح من خلال منظورين هما منظور التكاليف ومنظور المنافع (التكاليف والمنافع المرتبطة بمعايير المحاسبة وتعليمات الإفصاح) ، فمن حيث منظور التكاليف فقد قام بتقسيمها إلى نوعين هما التكاليف المباشرة والتكاليف غير المباشرة، ويختلف مضمون كل نوع منها حسب الجهة التي تتحمل التكاليف:

أ – التكاليف المباشرة وتتمثل في التكاليف التي تربطها بالمعايير علاقة مباشرة، أي أن المعايير المطبقة هي التي أوجدت هذا النوع من التكاليف، وهي تختلف باختلاف الجهة التي سوف تتحملها سواء أكانت الوحدة الإقتصادية أم أصحاب المصالح.

أما التكاليف المباشرة التي تتحملها الوحدة الاقتصادية فهي : تكاليف تجميع البيانات الناتجة عن تطبيق المعايير الدولية، تكاليف تدقيق وفحص الحسابات، تكاليف نشر وتوصيل

المعلومات إلى المستخدمين، تكاليف الحصول على بيانات حتى تتمكن الوحدة الإقتصادية من تطبيق المعايير المحاسبية الدولية، أخيرا تكاليف إجراء تعديلات على النظم المحاسبية القائمة لتتواءم مع المعايير الجديدة. بينما يتحمل أصحاب المصالح التكاليف المباشرة التالية: تكلفة تحليل وتفسير وفهم المعلومات الجديدة، تكاليف تدريب الأشخاص على التعامل مع معايير المحاسبة الجديدة، مثل المحللين الماليين والعاملين في إدارة الائتمان بالبنوك وغيرهم.

ب – التكاليف غير المباشرة: وتتمثل في التكاليف الناتجة عن تطبيق المعايير ولكن لا توجد علاقة سببية مباشرة بينهما. وبالرغم من صعوبة تحليل آثارها الإقتصادية إلا أنه من الضرورة أخذ هذه التكاليف في الحسبان والتي تتمثل في البنود التالية بالنسبة لما تتحمله كل من الوحدة الإقتصادية إضافة الى ما يتحمله أصحاب المصالح ويمكن إجمال هذه التكاليف بما يلي: التكاليف المرتبطة بمخاطر فقدان الميزة التنافسية للوحدة الإقتصادية، التكاليف الناتجة عن عدم كفاية البيانات المنشورة مثل تكلفة تعديل البيانات المنشورة أو تكلفة القرارات التي اتخذت بناء على معلومات غير كافية، التكاليف الناتجة عن قيام الوحدة الإقتصادية بتوافر معلومات زائدة على الحاجة أو توافر معلومات معقدة حيث يتحمل أصحاب المصالح تكلفة خاصة بفصل المعلومات الملائمة عن المعلومات الأخرى أو دفع مبالغ للمحللين الماليين لأجل تفسير هذه المعلومات.

أما من حيث منظور المنافع الاقتصادية لتعليمات الإفصاح التي يتم اصدارها من قبل هيئات ومنظمات مهنية متخصصة فقد بين (السيد، 2003) أنه من المفترض أن تحقق معايير المحاسبة وتعليمات الإفصاح المصلحة العامة دون التركيزعلى فئة معينة ، وفي ظل هذا

المنظور يتم تحديد بعض المنافع التي يحققها أصحاب المصالح بما يلــي: تحــسين مــدى مصداقية التقارير المالية ومن ثم تحسين كفاءة تخصيص الموارد المتاحة، تجنب التكــاليف السياسية نتيجة لما تقوم به الدولة من إجراءات تؤثر على قيمة الوحدة الإقتصادية، تخفيض تكلفة رأس المال الذي تحتاجه الوحدة الإقتصادية، تحسين نوعية القرارات التــي يتخــذها أصحاب المصالح.

وقد أضاف (Rikanovic,2005) أن المنافع المتوقعة من تطبيق استراتيجية افصاح ناجحة يمكن تلخيصها بما يلي: 1 – التعريف بالمشروع، أي تعريف المشروع للمستثمرين بشكل أفضل مما يؤدي الى تخصيص الموارد الاقتصادية على المشروعات الأكثر ربحا" ، 2 – الحوكمة، إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية والمعلومات غير المالية تعزز آليــات الضبط والرقابة بحيث يتم توجيه الموارد الى المشروعات الأكثر ربحا، إضافة إلى ضــبط ورقابة عمل المديرين ليتركز في مصلحة المالكين، 3 – بيئة المعلومات وعلاوة المخاطر والسيولة، الشركات الملتزمة بالإفصاح عن معلومات عالية الجودة وفي التوقيت المناســب إنما تساعد على تخفيض مخاطر تباين المعلومات التي يواجهها المستثمرون في أسواق مالية بها مستثمرون آخرون لديهم معلومات أكثر منهم، مما يؤدي الى زيادة الأموال المتدفقة الى الأسواق المالية إضافة الى انخفاض علاوة المخاطر التي يطلبهــا المــستثمرون وبالتــالي انخفاض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات التي تحتاج إلى التمويل.

ويرى الباحث أن أهم ما توصلت إليه الدراسات أعلاه يتمثــل بــأن المخرجــات والنتــائج الإقتصادية للإفصاح هي المسبب الرئيس وراء قيام الشركات بتقديم مــستوى معــين مــن

الإفصاح الإختياري، حيث يعتبر الإفصاح الإختياري الطريقة الفعالة التي يلجأ لها المدرون لنقل المعلومات لتحقيق أغراض اقتصادية ومن أهمها تخفيض تكلفة التمويل.

1 – 6 قياس مستوى الإفصاح:

تشمل عملية مراجعة الأدب المتعلق بالإفصاح على عدد من الدراسات التي تتناول قياس مستوى الإفصاح من خلال مؤشرات الإفصاح. وحسب (Al-Akra&Ali, 2010) (Hassan&Romilly&Giorgioni&Power, 2009) فإن قياس مستوى الإفصاح من خلال مؤشرات الإفصاح يظل مقبولا مادامت مؤشرات الإفصاح المستخدمة ملائمة ويتم بناؤها على أسس موضوعية.

تناولت العديد من الدراسات موضوع بناء مؤشرات لقياس مستوى الإفصاح وقد بين (Alam, 2007) أن هناك عدة أنواع لمؤشرات الإفصاح، هي كما يلي:

1 – مؤشرات للإفصاح الشامل Overall Disclosure Index.

2 – مؤشرات للإفصاح القانوني Statutory Disclosure Index.

3 – مؤشرات للإفصاح الإجباري Mandatory Disclosure Index.

4 – مؤشرات للإفصاح الإختياري Voluntary Disclosure Index.

كما تناولت هذه الدراسات عملية اختيار العناصر الداخلة في بناء هذه المؤشرات، إضافة الى قضية إعطاء أوزان متساوية أو أوزان مختلفة للعناصرالمكونة لهذه المؤشرات. وأخيرا فقد بين (Alam, 2007) أن أهم المشكلات المتعلقة ببناء المؤشرات هي كما يلي:

1- تختلف الأهمية النسبية لعناصر الإفصاح التي ترد في المؤشرات من شخص إلى آخر و يعتمد ذلك على مدى ملاءمتها للقرارات التي سيتم اتخاذها إضافة الى عوامل أخرى تتعلق بالمهنة، الغرض من وراء استخدام المعلومات، مستوى الدقة المطلوبة و المستوى العلمي والثقافي لمعد مؤشر الإفصاح.

2- المشكلة الثانية وتتعلق بالقرار باستخدام المؤشرات المرجحة أو المؤشرات غير المرجحة، ومن المعلوم أن لكل منهما مزاياه وعيوبه، الا أنه في الغالب فإن الباحثين يستخدمون مؤشرات غير مرجحة[7].

3- المشكلة الثالثة وتتمثل في تضمين البنود الواردة في التقارير المالية ضمن المؤشرات وتجاهل أمور هامة أخرى لا ترد عادة ضمن التقارير المالية مثل المستوى العلمي والمهني للمحاسبين.

هذا وقد تناولت دراسة (Marston and Shrives,1991) المشكلات الناجمة عن استخدام مؤشرات الإفصاح كأداة أساسية لقياس مستوى الإفصاح عند الشركات، وقد كانت أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة هي، أن مدى المنافع المتأتية من استخدام مؤشرات الإفصاح كأداة لقياس مستوى الإفصاح تعتمد على اختيار البنود المكونة لهذه المؤشرات، علما بأنه لا يوجد إجماع من قبل الباحثين على قائمة شاملة من البنود تصلح لقياس مستوى الإفصاح عند الشركات.

---

[7] بينت دراسة ميدانية أجراها (الرزين، 2007) حول جودة إفصاح التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة السعودية أنه لم تتأثر نتائج تحليل الانحدار سواء كانت عناصر الإفصاح مرجحة (بمستوى أهمية عناصر الإفصاح للمستخدمين) أو غير مرجحة.

أما دراسة (Francis&Nanda&Olsson, 2008) فقد بينت أن هناك ثلاثة أسباب تجعل الباحثين يلجأون الى بناء مؤشرات لقياس مستوى الإفصاح ذاتيا، وتفضيلهم ذلك عن استخدام مقاييس للإفصاح معدة مسبقا من قبل جهات مهنية أو حكومية أو غيرها. أما هذه الأسباب فهي:

1 – تتميز مؤشرات الإفصاح التي يتم بناؤها ذاتيا بأنا تحتوي على العناصر التي يرغب الباحث في قياسها فقط .

2 – يستطيع الباحث أن يأخذ طبيعة المجتمع قيد الدراسة عند قيامه ببناء مؤشر الإفصاح ذاتيا، وهذا الأمر غير متاح بالنسبة للمقاييس المعدة مسبقا حيث يوجه الاهتمام عادة الى الشركات كبيرة الحجم، أو الإهتمام بنوع معين من الإفصاح الإختياري مثل التنبؤات المستقبلية.

3 – بالنسبة لمؤشرات الإفصاح المعدة من قبل جهات حكومية أو شبه حكومية فإنها عادة ما تبحث عن عناصر الإفصاح الإلزامي ، وهي بذلك لا تكفي لتقصي مستوى الإفصاح الإختياري للشركات موضع الدراسة.

أما مساوىء أو سلبيات مؤشرات الإفصاح التي نقوم ببنائها ذاتيا فتنحصر بما يلي:

1- تعتمد مؤشرات الإفصاح التي تبنى ذاتيا على الإجتهاد الشخصي من قبل الباحثين، و يصعب في مثل هذه الحالات استخدام هذه المؤشرات من قبل الآخرين.

2- تختلف مؤشرات الإفصاح فيما بينها من حيث أسلوب احتساب النقاط على عناصر الإفصاح الإختياري وصولا الى معرفة مستوى الإفصاح الإختياري لكل شركة.

ويرى الباحث قي هذه الدراسة الحالية أن أخذ الظروف البيئية والتشريعية والإقتصادية والثقافية الخاصة بالبلد محل الدراسة بعين الاعتبار يعتبر من أهم الميزات التي يمكن الإفادة منها عند القيام ببناء مؤشر الإفصاح ذاتيا وهذا المنحى هو ما تم تبنيه في دراستنا الحالية، حيث تم اعتماد تصنيفات الإفصاح الاختياري الستة كما صدرت عن مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB, 2001)، أما عناصر الإفصاح الاختياري التي تندرج تحت هذه التصنيفات فقد تم اختيارها اعتمادا على مؤشرات افصاح اختياري محلية وعربية وأجنبية، وأخيرا وللتخفيف من مشكلة التحيز وعدم الموضوعية فقد تم تحكيم مؤشر الإفصاح الاختياري الذي تم تطبيقه في هذه الدراسة من قبل باحثين أكاديميين لهم اهتمام وخبرة في هذا المجال من الأبحاث.

أخيرا فقد وجد (Alam, 2007) من خلال مراجعته للدراسات التي أجراها باحثون قاموا ببناء مؤشرات للإفصاح أن عدد عناصر الإفصاح الداخلة في تكوين المؤشرات المستخدمة لقياس مستوى الإفصاح يتراوح بين 10 (Benjamine et.al, 1990) و 413 (Karim, 1995)، وهذا دليل على أن عملية بناء مؤشر للإفصاح تحتوي على الكثير من الأحكام الشخصية، وأن الوصول الى مستوى كاف من الإفصاح يختلف من باحث إلى آخر.

1 – 7 أدوات الإتصال مع المستثمرين :

من المسلم به أن الإفصاح ليس محصورا في القوائم المالية أو في التقرير المالي الذي تنشره الشركة، ويمكن النظر إلى الإفصاح على أنه تدفق مبرمج من المعلومات ترسلها إدارة الشركة إلى أصحاب المصالح (Robert, 2009). ويقصد بأصحاب المصالح تلك القائمة الطويلة التي تضم المساهمين والمقرضين الحاليين منهم والمتوقعين، الموظفين، الجهات الحكومية، المنافسين، المحللين، الموردين، المستهلكين، العملاء وغيرهم. قائمة طويلة تسأل عن معلومات الشركة وتستفسر كلا فيما يخصه ويعنيه. هذا التنوع الهائل في قائمة من يحتاج إلى معلومات عن الشركة يجعل من الصعب بل من المستحيل أن تلبى احتياجاتهم في أربع قوائم مالية وملاحظاتها المرفقة أو حتى تقرير مالي أكثر شمولا. من أجل ذلك تتعرض القوائم المالية والتقارير المالية إلى تحسينات مستمرة من قبل الجهات المعنية بتطويرها، وفوق كل هذا تأتي هيئات المنظمة للأسواق المالية لتطلب من الشركات الإفصاح عن معلومات مالية ومعلومات غير مالية لها تأثير جوهري على قرارات المستثمرين، مثل الإفصاح عن التغيير في أعضاء مجلس الإدارة و الإفصاح عن توقيع اتفاقية معينة. وتعد المعلومة ذات تأثير جوهري إذا كان من المحتمل أن يؤدي عدم الإفصاح عنها، أو سوء عرضها أو حذفها إلى نقص المعلومات بدرجة تؤدي إلى تضليل القارئ عند اتخاذ قرار يعتمد على تلك المعلومات.

ولكن كيف تقوم الشركات بإدارة عملية الإفصاح الخاصة بها؟ أي كيف تفصح الشركات عن المعلومات المالية والمعلومات غير المالية؟

حسب ما ذكر (Al-Akra&Ali, 2010) فإن الشركات تقوم بالإفصاح مـــن خـــلال أدوات الإتصال مع المستثمرين (Investor Relations Instruments) والتي يمكن تصنيفها الى أدوات اتصال شخصية وأدوات اتصال غير شخصية. كما يمكن تصنيف أدوات الإتـــصال الشخصية الى أدوات اتصال شخصية إجبارية (مثل اجتماع الهيئة العامة للمساهمين) وأدوات اتصال شخصية اختيارية (مثل المؤتمرات الصحفية) وبنفس الطريقة فإنه يمكـــن تـــصنيف أدوات الإتصال غير الشخصية إلى أدوات اتصال غير شخصية إجباريـــة (مثـــل التقـــارير المالية) وأدوات اتصال غير شخصية اختيارية (مثل النـــشر عبـــر الإنترنـــت والـــصحف والمجلات المتخصصة).

وتختلف أدوات الإتصال مع المـــستثمرين فـــي قـــدرة كـــل أداة علـــى نقـــل المعلومـــات (Rikanovic, 2005) . حيث إن الصفات الخاصة بكل نوع من أنواع أدوات الإتصال مع المستثمرين تحدد نوعية وكمية المعلومات التي يمكن أن توصلها إلى أصـــحاب المـــصالح. وتسمى كمية المعلومات التي يمكن لأداة الإتصال مع المستثمرين أن تنقلها Richness أي مدى ثراء هذه الأداة ، وتختلف الأدوات من حيث الثراء للأسباب التالية:

1 – القدرة على التعامل مع معلومات متعددة في نفس الوقت يختلف من أداة إلى أخرى.

2 – الأدوات الشخصية Personal Instruments تسهل عملية التغذية الراجعة وهذا غير متاح في الأدوات غير الشخصية.

3 – تختلف الأدوات فيما بينها من حيث قدرتها على جذب انتباه المستثمرين.

ويمكن تصنيف أدوات الإتصال مع المستثمرين من الأقل ثراءا" الى الأكثر ثراء" كما يلي:

1 – أدوات اتصال مع المستثمرين ساكنة وغير شخصية مثل النشرات العامة والتقارير عبر وسائل الإعلام المختلفة وغيرها.

2 – أدوات الإتصال مع المستثمرين الساكنة والشخصية مثل المذكرات و الرسائل الشخصية وغيرها.

3 – أدوات اتصال مع المستثمرين تفاعلية وغير شخصية مثل الاتصال عبر الإنترنت.

4 – أدوات اتصال مع المستثمرين تفاعلية وشخصية مثل الاجتماع السنوي للهيئة العامة للمساهمين.

إن ما يحدد مستوى الإفصاح هو كمية ونوعية المعلومات المفصح عنها والتي تتأثر بمدى ثراء أدوات الإتصال مع المستثمرين، وحسب (Rikanovic, 2005) فإن المستوى الإخباري للمعلومات Informativeness ومستوى الإفصاح Disclosure Level هما مصطلحان متكافئان، وأضاف أن هناك ثلاثة محددات للمستوى الإخباري للمعلومات هي :

1 – كمية ونوعية المعلومات المقدمة لأصحاب المصالح (Quality and quantity of information).

2– درجة الثقة في المعلومات بين من هم في داخل الشركة ومن هم خارجها (Credibility).

3– المجهود الذي يبذله أصحاب المصالح ليتمكنوا من الحصول على المعلومات الملائمة(Accessibility).

السؤال الذي يمكن أن يطرح ، ما هي أدوات الإتصال مع المستثمرين الملائمة لاستخدامها من قبل إدارة الشركة الناجحة ؟

من الناحية العملية فإن للإفصاح أهدافا متعددة، فإذا ما كان هدف الشركة العمل على تخفيض تكلفة تمويلها من خلال زيادة مستوى الإفصاح، فإن ذلك ممكنا في حال استطاعت إدارة الشركة وضع اسراتيجية للإفصاح تحقق ذلك الهدف. وقد بين (Recanovic, 2005) بأن استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين الإجبارية والإختيارية يعمل على تحسين مستوى الإفصاح إضافة الى تحسين المستوى الإخباري للمعلومات وبالتالي تحقق ما يلي:

1 – تحسين في سيولة الأسهم المدرجة في البورصة ويؤدي ذلك الى انخفاض في تكلفة التمويل.

2– تحسين إدراك المستثمرين الحاليين والمتوقعين للشركة وزيادة توصيل المعلومات من الشركة الى أصحاب المصالح من خلال التنويع في استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين، ويعمل ذلك على التخفيض من تكاليف الوكالة[8] اضافة الى التخفيض من مشكلة تباين المعلومات وينتج عن ذلك انخفاض في تكلفة التمويل.

3 – تحسين إدراك وتقدير المستثمرين للمخاطر حيث إن الإختلاف في حجم المعلومات التي تقدمها الشركات ينجم عنه اختلاف في في درجة تقدير المخاطر للأوراق المالية، وفي

---

[8] تكاليف الوكالة هي التكاليف التي يتحملها أصحاب المصالح نتيجة لوجود مشكلة الوكالة مثل تكاليف التدقيق الخارجي وأي تكاليف رقابية أخرى.

هذا المجال يمكننا أن نقول إنه كلما كانت المعلومات حول الأوراق المالية متاحة ومتــوفرة بطريقة أكبر فإن المخاطر المقدرة التي تتعلق بهذه الأوراق المالية تكــون أقــل، وبالتــالي يخفض المستثمرون من العائد المطلوب على الإستثمار وبلغة أخرى تنخفض تكلفة التمويــل بالنسبة للشركة.

مما سبق فإنه يمكن أن نستنتج أنه بعد استكمال المتطلبات القانونية للإفــصاح والتــي مــن المفترض أن تجعل كل الشركات تتساوى في مستوى إفصاحها، فإن معلومــات الإفــصاح الإختياري تتباين بين الشركات مما يجعل هناك اختلافا في مستوى الإفصاح مــن شــركة لأخرى، و تعتبر أداة الإتصال مع المستثمرين أداة فعالة إذا ما قابلت احتياجات المستثمرين من المعلومات، أما أدوات الإتصال المفضلة فهي تلك التي تنقل معلومات مستقبلية لأصحاب المصالح. ويستطيع المديرون الإختيار من بين مجموعة من أدوات الإتصال مع المستثمرين، إن المجموعة التي يتم اختيارها تمثل مستوى الإفصاح. إن أدوات الإتصال غير الشخــصية تقدم معلومات لجميع المشاركين في السوق بشكل متساو، هذه الأدوات غير الشخصية عادة هي الأدوات الإجبارية والتي تقوم بنشر المعلومات الخاصة بالشركة مــن خــلال طــرق معيارية ، إن العيب الأساسي في الأدوات غير الشخصية أنها لا تعير اهتماما لكل مــستثمر على حدة، علما بأنه توجد هناك مجموعة من المستثمرين يجب الإهتمام بهم بشكل خــاص مثل المستثمرين المؤسسيين (Institutional Investors) أصحاب الإستثمارات الكبيرة في أسهم الشركات كمؤسسة الضمان الإجتماعي وبنوك الإستثمار وصناديق الإستثمار وغيرهم،

وذلك بخلاف المستثمرين الصغار الذين لا يطلبون سوى المعلومات المنشورة من خلال أدوات الإتصال غير الشخصية لأنهم في العادة مستثمرون غير متخصصين.

1 - 8 تكلفة رأس المال

تتعلق تكلفة رأس المال بتكلفة الأموال التي تحصل عليها الشركة عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم أو احتجاز الأرباح لتستخدمها في تمويل استثماراتها. وترجع أهمية احتساب تكلفة رأس المال في تحديد الجدوى الاقتصادية إلى مشاريع الاستثمار. ففي معيار صافي القيمة الحالية (NPV) فإنه يتم استعمال تكلفة رأس المال كمعدل الخصم، أما في معيار معدل المردود الداخلي (IRR) فإنه يتم استعمال تكلفة رأس المال كحد أدنى مطلوب للعائد على الاستثمار، وفي كلا المعيارين فإنه من مصلحة الشركة أن تكون تكلفة رأس المال منخفضة لان ذلك يتيح لها عددا أكبر من فرص الاستثمار الرابحة ويجعلها تنمو بمعدلات أسرع .

ولا يمكن اعتبار تكلفة رأس المال ثابتة لأنها في حقيقة الأمر تتغير طرديا بازدياد خطر مشاريع الاستثمار "أي خطر الأعمال" وكذلك تتغير في حالة ازدياد نسبة المديونية في هيكل تمويل الشركة أي زيادة الخطر التمويلي (باكير، 2008).

وحول العوامل التي تؤثر على تكلفة رأس المال فإنه يمكن تصنيفها إلى عوامل يمكن للشركة السيطرة عليها، وعوامل أخرى لا يمكن السيطرة عليها.

أولا : عوامل تؤثر على تكلفة رأس المال ولا يمكن للشركة السيطرة عليها:

1 – مستوى الفائدة السائد في السوق، حيث أن هناك علاقة طردية بين مستوى الفائدة السائد في السوق وكل من تكلفة التمويل بالملكية وتكلفة التمويل بالإقتراض.

2 – معدل الضريبة الذي تخضع له الشركة، بالنسبة لتكلفة التمويل بالإقتراض فإن هناك تناسبا عكسيا بينها وبين معدل الضريبة الذي تخضع له الشركة، أما تكلفة التمويل بالملكية فتتأثر إيجابيا إذا كان قانون الضريبة يعفي أرباح الأسهم من ضريبة الدخل حيث تصبح الأسهم لها جاذبية للمستثمرين فتزداد سيولتها وبالتالي تنخفض تكلفة التمويل بالملكية.

3 – مخاطر السوق النظامية Systematic Risk ، وتسمى أيضا مخاطر السوق Market Risk أو مخاطر عدم التنويع Non – Diversifiable Risk ، وهي المخاطر الناجمة عن العوامل التي تؤثر على السوق بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، كالحروب و الكساد والتضخم وارتفاع معدلات الفائدة، حيث تتأثر أسعار جميع الأوراق المالية بهذه العوامل وبدرجات متفاوتة، وبشكل عام و حسب (حداد، 2007) فإن أكثر الشركات تعرضا" إلى المخاطر النظامية هي تلك الشركات التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام.

ثانيا: عوامل يمكن للشركة السيطرة عليها:

1 – سياسة هيكل رأس المال، تحاول الشركات عادة الوصول الى تركيبة مثلى للعناصر المكونة لرأس المال، وإذا ما وصلت الشركة الى هيكل رأس المال المثالي فإن حصولها على أية قروض جديدة سيؤدي إلى ارتفاع في تكلفة الإقتراض ، وهذا ما يحصل تماما عند التمويل بالملكية.

2 – سياسة توزيع الأرباح، حسب نوذج (Gordon/Sharp1958) فإنه كلما زادت الأرباح الموزعة أدى ذلك إلى زيادة في تكلفة التمويل بالملكية والعكس صحيح.

3- سياسة الإستثمار، عندما تتخذ الشركة قرارات تتعلق باستثمارات جديدة، فإنه عادة ما تحمل هذه الاستثمارات نفس معدل مخاطر الشركة، أما إذا قامت الشركة باستثمارات جديدة تحمل مخاطر أعلى أو أقل من معدل مخاطر الشركة فإن ذلك يؤثر برفع أو تخفيض تكلفة التمويل بالإقتراض وتكلفة التمويل بالملكية بشكل يتناسب مع مخاطر الاستثمارات الجديدة.

وقد أضاف (Rikanovic, 2005) إلى ما سبق عوامل تتعلق بالبورصة و تؤثر على تكلفة رأس المال وهي:

1 – مدى سيولة الورقة المالية.

2 – مستوى المخاطر المقدرة من قبل المستثمرين لهذه الورقة المالية.

3 – مدى إدراك ومعرفة وانتشار هذه الورقة عند المستثمرين.

أما العوامل المؤثرة في قرار الشركات بخصوص اختيار مصادر التمويل فيمكن تلخيصها بالبنود التالية:

1 – تكلفة المصادر المختلفة من التمويل " تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر."

2 – عنصر الملاءمة " ملاءمة مصدر التمويل للمجال المستخدم فيه."

3 – وضع السيولة النقدية في المنشأة لدى اتخاذ القرار.

4 – القيود التي يفرضها المقرض على المنشأة المقترضة.

5 - المزايا الضريبية " التمويل الخارجي يحقق وفورات ضريبية "

حساب تكلفة عناصر هيكل رأس المال

يقتضي تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي للشركة وهي القروض والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة.

1- 8 – 1 تكلفة الاقتراض

تكلفة الإقتراض هي معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين للقبول بإقراض الشركة. وهناك عدة أساليب يمكن استخدامها في تقدير تكلفة الإقتراض، منها أن يتم تقدير تكلفة الإقتراض لشركة ما على أساس المعلومات المتوفرة عند تلك الشركة حول أسعار الفائدة على القروض التي حصلت عليها، أما إذا كانت هناك حاجة إلى عمل مقارنة حول تكلفة الإقتراض بين عدد من الشركات على المستوى المحلي، إضافة إلى إمكانية المقارنة مع الشركات الأخرى على المستوى الدولي، فإنه يمكن التعبير عن تكلفة الإقتراض كوحدة مكونة من ثلاثة أجزاء وهي كما يلي:

تكلفة الإقتراض = سعر الفائدة الخالي من المخاطر + علاوة مخاطر الدولة + علاوة إقراض الشركة.

حيث:

1 – يحسب سعر الفائدة الخالي من المخاطر على أساس عائدات السندات الحكومية (أذونات الخزينة).

2 –علاوة مخاطر الدولة هي العائد الإضافي الزائد على سعر الفائدة الخالي من المخاطر الذي يطلبه المقرضون للإستثمار في بلد معين.

3- علاوة إقراض الشركة هي العلاوة الإضافية (زيادة على علاوة مخاطر الدولة) المطلوبة للاستثمار في الشركة.

أما تكلفة التمويل بالإقتراض من خلال إصدار السندات، ففي هــذه الحالــة تكــون تكلفــة الإقتراض هي معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للفوائد زائد القيمــة الحاليــة للقيمــة الإسمية للسند تساوي قيمة السند عند إصداره، علما بأن السندات قد تصدر بقيمتها اللاإسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار.

وحول الوضع في الأردن وهو البيئة التي يقوم الباحث بعمل دراسته فيها، فــإن الــشركات موضوع الدراسة لا تقوم بالإقتراض عن طريق إصدار السندات، بــل تقــوم بــالإقتراض المباشر من خلال البنوك، وفي هذه الحالة فإن تقدير تكلفة التمويل بالإقتراض في حالة توفر القوائم المالية هو كما يلي:

1) من آخر قائمة دخل يمكن الحصول عليها نقوم باستخراج مصروف الفائدة.
2) من الميزانية العمومية نستطيع الحصول على رصيد الديون والقروض.
3) أخيرا يتم قسمة البند رقم (1) على البند رقم (2).

علما بأن هذا المدخل في حساب تكلفة التمويل بالإقتراض قد تم استخدامه في العديــد مــن الدراسات السابقة ومنها دراسة (Piot, Piera, 2007).

1- 8 – 2 نماذج تكلفة التمويل بالملكية :

في الفقرة السابقة فقد تم بيان أن تكلفة رأس المال تتكون من عنصرين هما تكلفة الإقتراض وتكلفة التمويل بالملكية، وتدخل تكلفة رأس المال في العديد من الأمور منها قرارات الإستثمار والتمويل، تقييم المشروعات، الموازنات الرأسمالية وغيرها.

لقد سبق بيان كيف يمكن تحديد تكلفة الإقتراض، إلا أن تكلفة التمويل بالملكية، أو ما يطلق عليه العائد المتوقع من قبل المستثمرين فإنها غير متاحة بسهولة وأنه يمكن تقديرها باستخدام نماذج مالية عديدة وأهمها :

1 – نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

2 – نظرية المراجحة لتسعير الأصول الرأسمالية Arbitrage Pricing Theory.

3 – نموذج العوامل الثلاثة لـ فاما و فرينش Fama-French Three Factor Model.

4 – نماذج خاصة بالشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم Build-Up Models.

5– نماذج تكلفة رأس المال الضمنية Implied Cost of Capital Models.

وتختلف هذه النماذج فيما بينها من حيث الافتراضات التي تقوم عليها.

أولا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

<u>الصيغة الرياضية لهذا النموذج هي :</u> $E(Ri) = Rf + Bi [E(Rm)-Rf]$

وتقوم الفكرة الأساسية للنموذج على أنه إذا اعتمد جميع المستثمرين محفظة استثمارية مماثلة لمحفظة السوق فإنهم يركزون عند تقييم مخاطر أي أصل على التباين المشترك لذلك الأصل مع أصول السوق الكلية. ويمكن ذلك باستخدام بيتا، وبالتالي فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يتنبأ بعلاقة إيجابية خطية بين العائد المتوقع وبيتا.

وقد ذكر (باكير، 2008) أن هذا النموذج يقوم على مجموعة من الإفتراضات يمكن أن نجملها بما يلي:

1 – يميل المستثمرون إلى تجنب المخاطرة، ويطلبون على الاستثمارات الخطرة عوائد أكبر.

2 – تتوافر فرص التنويع للمستثمرين وبالتالي فإنهم يعنون بالمخاطرة النظامية فقط.

3 – لا يقدم السوق عوائد على تحمل المخاطرة غير النظامية.

4 – ليست جميع المحافظ متشابهة، فهناك محافظ كفؤة تتميز بتوافر فرص تعظيم العائد المتوقع عند المستوى المقابل من المخاطرة.

5 – إذا تسنى للمستثمرين الإقراض والإقتراض عند معدل فائدة خالي من المخاطرة، تكون هناك محفظة خطرة وحيدة تفوق جميع المحافظ الأخرى. وبالتالي تعتبر المحافظ المكونة من أصول مالية خالية من المخاطرة والمحافظ الخطرة المثلى محافظ كفؤة.

6 – إذا كانت توقعات المستثمرين متجانسة فسيقبلون جميعا بتركيبة المحفظة المثلى وسيسعون بالتالي إلى حيازتها. وفي وضع التوازن تكون المحفظة المثلى هي محفظة السوق.

7 – تقوم الفكرة الأساسية للنموذج على ما يلي: إذا اعتمد جميع المستثمرين محفظة استثمارية مماثلة لمحفظة السوق فإنهم يركزون ــ عند تقييم مخاطرة أي أصل ــ على التباين المشترك لذلك الأصل مع أصول السوق الكلية. ويمكن ذلك باستخدام بيتا. وبالتالي فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يتنبأ بعلاقة إيجابية خطية بين العائد المتوقع وبيتا.

إن العائد المتوقع على الأصل المعني Ki عبارة عن المعدل الخالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة تتوقف قيمتها على قيمة بيتا للأصل Bi وعلاوة المخاطرة المتوقعة على محفظة السوق(Km – Krf)، فكلما ارتفعت قيمة بيتا ازداد انكشاف الأصل المالي للمخاطرة النظامية، واستدعى ذلك أن يزيد المستثمر معدل العائد المتوقع. يلاحظ من المعادلة أن العنصر الوحيد الذي يتغير من أصل إلى آخر هو بيتا لذلك يطلق على النموذج إسم نموذج المعامل الوحيد.

أما بالنسبة لافتراضات سوق رأس المال فالسوق كفؤة ويتيح فرص استثمارية متعددة، ولا توجد أي آثار للضرائب أو تكاليف التحويل، ولا يوجد احتمال لتعرض الوحدة الاقتصادية للإفلاس.

أما أوجه القصور في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فهي كما يلي:

1 –يقتصر هذا النموذج على تناول فترة زمنية واحدة، أي أنه يوصف الطريقة التي يبني بها المستثمرون توقعاتهم عن فترة مستقبلية واحدة . ولا يعالج الكيفية التي يمكن أن تتغير بها توقعاتهم بين فترة وأخرى .

2 –يعامل هذا النموذج بيتا كحد ثابت لكن الدراسات الميدانية تشير إلى أن بيتا يتغير مع الزمن وذلك مع دخول الشركات في استثمارات وقطاعات جديدة، وتغير هيكل رأس المال فيها.

3 – لا يحدد النموذج طول الفترة الزمنية الواحدة، فهو لا يبين للمستثمر ما إذا كان عليه إجراء اختباراته الخاصة باستخدام العوائد التاريخية اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية أو السنوية.

4 – بالنسبة لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، فإنه لا يوجد استثمار يخلو تماما من المخاطرة، كما أن عوائد الأصول الخالية من المخاطرة التي يعتمدها النموذج تتقلب مع الزمن ولا تبقى ثابتة كما يفترض النموذج، كما أن النموذج لا يتصدى لمسألة اختيار أذونات الخزينة قصيرة الأجل أو سندات الخزينة قصيرة الأجل كممثل للأصل الخالي من المخاطرة.

ثانيا: نموذج تسعير المراجحة

الصيغة الرياضية لهذا النموذج هي: $R = C + B1(F1) + B2(F2) + \ldots + e$

وهو يبنى على نظرية تحكم العلاقة بين العائد على الأوراق المالية ومجموعة من المتغيرات المؤثرة على العائد والتي لم يتم تحديدها في النموذج حيث تختلف هذه المتغيرات أوالعوامل باختلاف مستخدمي هذا النموذج من المحللين الماليين أو الباحثين أو غيرهم وهكذا يتم اعطاء وزن لكل عامل (متغير) يعكس حساسية العائد لهذا العامل حسب التقدير الشخصي لمستخدم النموذج (يعتبر ذلك أهم المآخذ على هذا النموذج)، إذا على عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يعتبر نموذجا وحيد العامل تقوم نظرية تسعير المراجحة على فرضية أن عوائد الأصول تتحدد بجملة من العوامل المختلفة، الا أن نظرية تسعير المراجحة وكما تم ذكره مسبقا لا تأتي على ذكر هذه العوامل أو عددها (القيد الوحيد الذي تسير عليه هو أن عدد الأصول المتاحة يجب أن يكون أكبر من عدد العوامل). ويعتبر كل من التضخم، النمو في إجمالي الناتج القومي، الإضطرابات السياسية، التغيرات في أسعار الفائدة وغيرها من الأمثلة على هذه العوامل الاقتصادية والمالية.

ثالثا: نموذج العوامل الثلاثة لــ فاما وفرينش

$$\mathbf{Ri = C + Bi1(Rm - Rf) + Bi2(Rs - Rb) + Bi3(Rh - RL)}$$

إن الصيغة الرياضية لنموذج فاما – فرينش تشبه كثيرا صيغة نظرية تسعير المراجحة ذات العوامل الثلاثة حيث إن علاوة المخاطرة على السهم i تساوي الحد الثابت C مـضافا الـى علاوة المخاطرة التي تتحدد بحساسية السهم لكل عامل وعلاوة المخاطرة المترتبة على كل عامل. Bi1 يمثل حساسية السهم i لعامل السوق، (Rm - Rf) يمثـل عـلاوة المخـاطرة السوقية، Bi2 يمثل حساسية السهم i لعامل الحجـم، (Rs - Rb) يمثـل العائـد المتوقـع الإضافي على أسهم الشركات الصغيرة مقارنة بأسهم الشركات الكبيرة، أمـا Bi3 فيمثـل حساسية السهم i لعامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية في حين يرمز (Rh - RL) الـى علاوة المخاطرة على عامل "القيمة الدفترية–القيمة السوقية".

وعلى الرغم من أن نموذج فاما– فرينش يعتبر نموذجا ميدانيا تطبيقيـا محـضا (بـاكير، 2008) إلا أن التطبيق العملي لهذا النمـوذج على الشركات المدرجة في بورصة عمان لا يخلو من المحاذير وقد كان أهمها حسب ما جاء في دراسة (Salameh, 2005)، أن عـدد الشركات المدرجة في البورصة قليل مقارنة مع عدد الشركات المدرجة فـي البورصـات العالمية مما يجعل فرز الشركات حسب الحجم الى كبيرة وصغيرة ثم فرزها حسب "القيمـة الدفترية–القيمة السوقية" مرة أخرى قد ينتج شركة واحدة أو شركتان في بعض القطاعـات مما يؤثر سلبا على إيجاد قيمة بيتا عند تطبيق معادلة الإنحدار.

ويرى الباحث أن لكل نموذج مزاياه ونواقصه لكن يبقى نموذج تسعير الأصول الرأسـمالية على الرغم مما يعتريه من ثغرات الأكثر استخداما في مجال الإستثمار والأنسب من حيـث

إمكانية التطبيق في البيئة الأردنية وذلك لسهولة تطبيقه وتوافر البيانات الداخلة في حساب متغيراته .

رابعا: النماذج الخاصة بالشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم Build-Up Models

يتم بناء هذه النماذج حتى تلائم طبيعة الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم وفي العادة تكون هذه الشركات غير مدرجة في البورصة.

و تعتبرطريقة إبوتسون (Ibbotson's Build-Up Method) الأكثر انتشارا واستخداما في الولايات المتحدة الأميركية، أما صيغته الرياضية فيمكن إجمالها بما يلي: يضاف الى العائد الخالى من المخاطر علاوة مخاطر ذات ثلاثة أبعاد هي علاوة مخاطر السوق وعلاوة مخاطر الأسهم الصغيرة وعلاوة مخاطر الشركة (المخاطر الغير نظامية). كما أن هناك نموذج آخر ويدعى نموذج عناصر المخاطر (The Risk Rate Component Model) وهو نموذج أقل انتشارا واستخداما في الولايات المتحدة وتتلخص فكرته في إضافة علاوة مخاطر متعددة الأبعاد يتم تقديرها بشكل شخصي ومن أمثلة هذه المخاطر مخاطر المنافسة والمخاطر المتعلقة بالمتانة المالية وكفاءة الإدارة وعمق واستقرار الأرباح وغيرها الى العائد الخالي من المخاطر.

خامسا: نماذج تكلفة رأس المال الضمنية Implied-Cost-Of-Capital Models

في حين أن تطبيق كل من نموذج تسعير الأصل الرأسمالي أو نموذج التسعير المراجحة يحتاج إلى بيانات سابقة وبيانات لاحقة، فإن نماذج تكلفة رأس المال الضمنية تحدد تكلفة التمويل بالملكية بأسلوب التنبؤ المستقبلي Forward–Looking approach ، وهنا يتم استخدام سعر السهم الحالي بالإضافة الى التنبؤ بالأرباح أوالتنبؤ بتوزيعات الأرباح بحيث

يمكن إيجاد معدل الخصم أو ما يدعى معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (تكلفة التمويل بالملكية) والذي يحقق معادلة القيمة الحالية، بحيث تتساوى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مع القيمة الحالية للسهم.

ومن الجدير ذكره أن هذه النماذج تستند عادة الى التوزيعات النقدية المستقبلية المتوقعة Dividends أو الدخل المتبقي[9] Residual Income أو الأرباح المستقبلية المتوقعة Earnings. كما أن كل هذه النماذج تشترك في أن لها أساسا نظريا واحدا وهو المعادلة التي تساوي ما بين القيمة السوقية للشركة و القيمة الحالية للتوزيعات النقدية المستقبلية المتوقعة مخصومة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (تكلفة رأس المال).

المدخلات التي يتم استخدامها في نماذج تكلفة رأس المال الضمنية :

1 – التنبؤ بربح السهم الواحد eps .

2 – التنبؤ بتوزيعات السهم الواحد dps.

3 – معدل النمو المستقبلي المتوقع للأرباح أو التوزيعات النقدية أو الدخل المتبقي.

4 – السعر الحالي للسهم.

[9] الدخل المتبقي = صافي الربح – (معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون * حقوق الملكية)

ثانيا: الدراسات السابقة :

تم الإطلاع على الدوريات والمجلات المتخصصة والكتب العربية والأجنبية فيما يتعلق بموضوع الدراسة الحالية وهو العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، وسيتم عرض هذه الدراسات مع الإلتزام بالتسلسل الزمني.

2 – 1 الدراسات باللغة الأجنبية :

سيتم عرض ومناقشة أهم الدراسات باللغة الأجنبية ذات الصلة والتي تتعلق بمضمون وأهداف وفرضيات الدراسة الحالية:

1 – دراسة (Al-Akra & Ali, 2010)، بعنوان:

"The Value Relevance of Corporate Voluntary Disclosure in the Middle-East-The case of Jordan"

استهدفت هذه الدراسة فحص تأثير مستويات الإفصاح الاختياري للشركات الأردنية التي جرى خصخصتها على قيمة هذه الشركات.

تم تطبيق الدراسة على 27 شركة مساهمة عامة أردنية تم مخصخصة، وقد امتدت فترة الدراسة من العام 1996 الى العام 2004.

كانت أهم نتائج الدراسة ما يلي:

1 – إن تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري للشركات المخصخصة أدى إلى تحسين قيمة هذه الشركات.

2 – أكدت نتائج الدراسة أن سياسة الخصخصة مصحوبة مع بعض الإصلاحات الاقتصادية قد أدت إلى تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري لدى الشركات التي تم خصخصتها.

3 – توصلت الدراسة إلى أن الربحيـــة (profitability) والرفــع (leverage) هـــي أكثـــر المتغيرات الضابطة (control variables) تأثيرا على قيمة الشركة العاملة في البيئة الأردنية.

4 – توصلت الدراسة إلى أن المتغيرات الضابطة التالية : نمو المبيعات (sales growth) و السيولة (liquidity) والحجم (size) ليس لها تأثير على القيمة السوقية للشركة.

2 – دراسة (Eisayed & Hoque, 2010)، بعنوان:

"Perceived International Environmental Factors and Corporate Voluntary Disclosure Practices: An Empirical Study"

استهدفت هذه الدراسة فحص تأثير عوامل بيئية دولية على مستوى الافصاح الاختياري .

وقد كانت العوامل التي تم تناولها :

1 – شدة المنافسة العالمية.

2 – المؤسسات الدولية ذات الطابع الاجتماعي السياسي مثل منظمة التجارة الدولية و منظمة التعاون والتطوير الاقتصادي.

3 – معايير المحاسبة الدولية.

4 – المؤسسات المالية الدولية مثل البنك الدولي و صندوق النقد الدولي.

أجريت الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية ، وقد كان حجم العينة 100 شركة مصرية غير مالية .

كانت أهم النتائج التي توصل اليها الباحثان:

1 – هناك تأثير ايجابي وقوي للمؤسسات الاجتماعية السياسية الدولية على مستوى الافصاح الاختياري للشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية.

2 – هناك تأثير ايجابي وقوي لمعايير المحاسبة الدولية على مستوى الافصاح الاختيـــاري للشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية.

3 – هناك تأثير ايجابي وقوي للمؤسسات المالية الدولية على مستوى الافصاح الاختيـــاري للشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية.

4 – لم تظهر الدراسة تأثيرا هاما لشدة المنافسة الدولية على مستوى الافصاح الاختيـــاري للشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية.

3 – دراسة (Leuz & Catherine, 2009)، بعنوان:

"Voluntary Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from Firms' Responses to the Enron Shock"

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة ما بين الافصاح الاختياري وتكلفة رأس المال من خـــلال استثمار حدث خارجي هو انهيار شركة انرون والذي أثر على تكلفـــة رأس المـــال لكـــل الشركات الأمريكية ثم تحليل استجابة هذه الشركات لهذه الصدمة .

أجربت الدراسة على 2172 شركة أمريكية تنتهي سنتها المالية في نهاية شهر كـــانون أول للأعوام من 1999 الى 2001 .

توصلت الدراسة إلى:

1 – حصول انخفاض في تكلفة رأس المال للشركات الأمريكية المتضمنة في عينة الدراسة بعد صدمة انهيار شركة إنرون .

2 – أن الإنخفاض الذي حصل في تكلفة رأس المال كان نتيجة للزيادة في حجم إفصاح الشركات في الفترات المالية اللاحقة لصدمة انهيار شركة إنرون، والذي تمت ملاحظته

3 – الزيادة في حجم الإفصاح تمت ملاحظتها من خلال زيادة عدد صفحات بعض النماذج الخاصة بإفصاح الشركات الأميركية وهي نموذج (K – 10) ونموذج (K – 8).

4 – أن الزيادة في مستوى الإفصاح تكون أوضح عند الشركات ذات الحاجات التمويلية المرتفعة، وتلك التي لها فرص عالية للنمو (growth).

4 – دراسة (Bamber & Jiang & Wang, 2009)، بعنوان:

"What's My Style? The Influence of Top Managers and Their Personal Backgrounds on Voluntary Corporate Financial Disclosure"

استهدفت الدراسة تقديم تفسير إضافي لاختلاف مستويات الإفصاح الاختياري عبر الشركات وهل للمديرين دور في ذلك. استندت الدراسة الى أدبيات الإدارة الاستراتيجية التي تتناول موضوع الفروق الشخصية للمديرين وأثرها على مخرجات الشركات.

أجريت الدراسة في الولايات المتحدة الأميركية حيث بلغ حجم العينة 303 من المديرين التنفيذيين CEO أو المديرين الماليين CFO أو من عملوا بوظيفة مستشار عام General counsel لأن هؤلاء هم في العادة من يؤثرون على مستوى الإفصاح الاختياري .

بعد ضبط تأثير محددات اقتصادية تتعلق بمستوى الإفصاح والشركة والتوقيت توصلت الدراسة الى أن المديرين في الادارة العليا لهم تأثير واضح على مستوى الافصاح الاختياري للشركات ، وأن هذا التأثير يرتبط مع خصائص شخصية للمديرين وهي ؛ خلفيتهم العملية وعلاقتها بمجالات التمويل أو المحاسبة أو القانون ، تاريخ الولادة ان كان قبل الحرب العالمية الثانية ، المديرون الذين يحملون شهادات الـــ MBA ، حيث تبين أن هؤلاء يظهرون أسلوبا متحفظا في الإفصاح.

5 – دراسة (Hassan & Romilly & Giorgioni & Power, 2009)، بعنوان:

"The Value Relevance[10] of Disclosure: Evidence from the Emerging Capital Market of Egypt"

استهدفت هذه الدراسة فحص العلاقة بين الإفصاح الإلزامي والإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات من جهة وقيمة هذه الشركات من جهة أخرى. وذلك في سوق يطبق معايير المحاسبة الدولية (IAS)، ولكن بدون تشدد في عقاب من لا يمتثل لتطبيق تعليمات الإفصاح.

تكونت عينة الدراسة من (80) شركة، مدرجة في البورصة المصرية ومن كل القطاعات (ما عدا الشركات المالية) وذلك للفترة ما بين 1995 – 2002 .

تتلخص أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

1 – العلاقة بين مستوى الإفصاح الإلزامي الذي تقدمه الشركات وقيمة هذه الشركات هي علاقة عكسية ولها دلاله إحصائية قوية[11].

---

[10] Value Relevance is widely defined as the ability of the financial statements to capture information that affects stock prices (Francis and schipper, 1999)

2 – العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات وقيمة هذه الشركات هي علاقة طردية ذات دلاله إحصائية ضعيفة[12].

6 – **دراسة (Hossain & Hammami, 2009)**، بعنوان:

"Voluntary Disclosure in the Annual Reports of an Emerging Country: the case of Qatar"

استهدفت هذه الدراسة اختبار محددات الإفصاح الإختياري في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة قطر، كذلك فقد تمت دراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري و خصائص محددة للشركات مثل عمر الشركة و حجم الشركة ودرجة التعقيد في عملياتها إضافة إلى مستوى ربحية الشركة.

تمت دراسة التقارير السنوية لـ 25 شركة مدرجة في بورصة قطر وتشكل هذه الشركات حوالي 86% من إجمالي الشركات المدرجة في بورصة قطر.

استخدمت الدراسة مؤشرا مكونا من 44 بندا للإفصاح الإختياري، كما تم استخدام تحليل الإنحدار المتعدد.

كان أهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن عمر الشركة وحجمها ودرجة تعقيد عملياتها وحجم موجوداتها هي كلها متغيرات هامة تفسر الاختلاف في مستوى الإفصاح الإختياري بين

---

[11] قدمت هذه الدراسة تفسيرا لهذه النتيجة غير المتوقعة، وهو أن التكاليف المرتبطة بعملية الإفصاح تفوق المنافع منه، خاصة في سوق ناشيء كالسوق المصرية لا تطبق عقوبات رادعة على الشركات التي لا تلتزم بتعليمات الإفصاح .

[12] تتطابق هذه النتيجة مع النظرة التقليدية للعلاقة ما بين مستوى المعلومات التي تقدمها الشركات والقيمة السوقية لهذه الشركات .

الشركات. أما ربحية الشركة فإنها لا تعتبر متغيرا هاما لتفسير الاختلاف في مستوى الإفصاح الإختياري.

7 – دراسة (Broberg & Tagesson & Collin, 2009)، بعنوان:

"What Explains Variation in Voluntary Disclosure? A study of the Annual Reports of Corporations Listed on the Stockholm Stock Exchange"

استهدفت الدراسة تفسير التباين في مستوى و محتوى الإفصاح الإختياري للشركات المدرجة في بورصة ستوكهولم.

أجرت الدراسة على عينة مكونة من 431 تقريرا سنويا لشركات مدرجة في بورصة ستوكهولم في الفترة ما بين 2002 و 2005 .

كان أهم ما توصلت له هذه الدراسة ما يلي :

1 – إن جحم الشركة ونسبة الديون لها علاقة طردية موجبة مع محتوى المعلومات في الإفصاح الإختياري.

2 – أنه كلما ارتفعت ملكية أعضاء مجلس الإدارة في رأسمال الشركة كلما أثر ذلك سلبا على مستوى الإفصاح الإختياري.

3 – وجدت الدراسة أن هناك علاقة طردية موجبة بين إدراج الشركات في البورصات عالمية أو الملكية الأجنبية من جهة و محتوى الإفصاح الاختياري للشركات ضمن عينة الدراسة.

4 – أخيرا فإن طبيعة البيئة القانونية والتشريعية التي تعمل فيها الشركات هي عوامل هامة ومؤثرة على محتوى الإفصاح الإختياري لهذه الشركات.

8- دراسة (Li, 2008)، بعنوان:

"Does Mandatory Adoption of International Accounting Standards Reduce the Cost of Equity Capital?"

استهدفت الدراسة اختبار تطبيق معايير المحاسبة الدولية في أوروبا سنة 2005 و أثره على تخفيض تكلفة رأس المال المستثمر

تكونت العينة من 1084 شركة أوروبية للفترة ما بين 1995 و 2005 .

كان أهم ما توصلت له هذه الدراسة ما يلي :

1 – إن معايير المحاسبة الدولية تتطلب إفصاحا أكبر من الإفصاح الذي كانت تطلبه معايير المحاسبة المحلية.

2 – إن التطبيق الإجباري لمعايير المحاسبة الدولية أدى إلى تخفيض تكلفة رأس المال المستثمر بـ 48 نقطة أساسية وذلك من خلال آليتين:

أ – إن التوسع في الإفصاح يقلل من مشكلة الاختيار الخطأ للأوراق المالية من قبل المستثمرين، كما يؤدي إلى زيادة في سيولة الأوراق المالية، وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال من خلال تخفيض تكاليف المعاملات Transaction costs و زيادة الطلب على هذه الأوراق المالية.

ب – إن التوسع في الإفصاح يصاحبه قيمة مستقبلية متوقعة منخفقة للمخاطر النظامية للشركة (بيتا)، مما ينتج عنه انخفاض في تكلفة رأس المال.

3 – إن الإنخفاض في تكلفة رأس المال كان أكبر في الدول ذات التشريعات القوية.

9 – دراسة (Wang & Sewon & Claiborne, 2008)، بعنوان:

"Determinants and Consequences of Voluntary Disclosure in an Emerging Market: Evidence from China"

استهدفت الدراسة فحص محددات الافصاح الاختياري في التقارير السنوية للشركات الصينية المدرجة والتي تطرح أسهمها في البورصة المحلية والبورصات الاجنبيـة ، إضـافة الـى فحص العلاقة بين تكلفة التمويل بالاقتراض و مستوى الإفصاح الاختياري لهذه الشركات.

تضمنت الدراسة تقارير جميع الشركات المدرجة في سـوق هونـغ كونـغ وعـددها 110 شركات ، وقد تم استثناء شركة واحدة بسبب عدم توافر تقارير مالية لها ، وقد تـم قيـاس مستوى الافصاح باستخدام مؤشر مكون من 79 عنصرا مقسما الى ثلاثة أجزاء ، معلومات استراتيجية ومعلومات مالية ومعلومات غير مالية.

بينت الدراسة أن مستوى الافصاح الاختياري يرتبط بشكل ايجابي مع نسبة الملكية الحكومية ونسبة الملكية الخارجية والعائد على حقوق الملكية و سمعة مدقق الحسابات ، كـذلك فـإن الدراسة لم تتوصل الى أدلة تربط انخفاض تكلفة التمويل بالاقتراض مع التوسع بالافـصاح الاختياري .

10 – دراسة (Lambert & Leuz & Verrecchia, 2007)، بعنوان:

"Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital"

استهدفت الدراسة إيجاد إجابة عن سؤالين هما: هل المعلومات المحاسبية تظهر بوضوح في تكلفة رأس المال؟ ثم كيف يتم ذلك؟

للاجابة عن هذين التساؤلين قام الباحثون أولا باعادة صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) و الذي يعتمد في صيغته الأصلية على العوائد (RETURNS) ليصبح النموذج الجديد معتمدا على القيم المتوقعة ومعامل التغاير (COVARIANCE) للتدفقات النقدية المستقبلية .

وقد كانت أهم النتائج التي توصلت لها هذه الدراسة ما يلي:

1 – لقد تم التوصل إلى أن نسبة القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية المستقبلية الى التغاير ما بين التدفقات النقدية للشركة مع مجموع التدفقات النقدية في السوق تعتبر محددا هاما لتكلفة رأس المال .

2 – بعد أن تمت اضافة متغير الى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يمثل المعلومات المحاسبية (NOISY INFORMATION) ، فقد توصلت الدراسة إلى أن أثر المعلومات المحاسبية على تكلفة رأس المال يكون بطريقتين ، الطريقة الأولى مباشرة وهي ان المعلومات المحاسبية ذات النوعية الممتازة لا تؤثر على التدفقات النقدية بجد ذاتها بل تؤثر على تقييم المشاركين في السوق لتوزيع التدفقات النقدية المستقبلية ، أما الطريقة الثانية غير المباشرة فهي تتناول المعلومات المحاسبية ذات النوعية الممتازة وتأثيرها على القرارات الحقيقية للشركة وأثر ذلك على القيمة المتوقعة ومعامل التغير للتدفقات النقدية للشركة .

11 – دراسة (Alam, 2007)، بعنوان:

"Financial Disclosure in Developing Countries with Special Reference to Bangladesh"

استهدفت هذه الدراسة الإسهام في عملية تطوير الافصاح المالي مع التركيز على الإفـصاح المالي في الدول النامية في جنوب اسيا ، وقد تم أخذ دولة بنغلادش كحالة مرجعية في هـذه الدراسة

تم اجراء هذه الدراسة على عينة مكونة من 120 مفردة أخذت بالتساوي من ثلاثة قطاعات ، 40مفردة من قطاع المؤسسات الحكومية ، 40 مفردة من قطاع الشركات متعددة الجنسية ، 40 مفردة من قطاع الشركات المساهمة العامة .

تم تطبيق مؤشر UNCTAD* على الشركات البنغلاديشية .

توصلت الدراسة الى ان المستوى العام للإفصاح في بنغلادش منخفض حسب المؤشر المذكور سابقا ، وقد كانت أهم أسباب هذا الإنخفاض هو كما يلي :

ضعف التدريب و التطوير للمحاسبين و المدققين ، استخدام محاسبيين و مدققين من نوعية رديئة ، القيود على عمل المحاسبين و المدققين ، قلة المعايير الأخلاقية التي تحكم المدققين و ضعف الفهم لأهمية الإفصاح .

* The United Nations Conference on Trade and Development.

12 – دراسة (Dahawi & Conover, 2007)، بعنوان:

"Accounting Disclosure in Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange"

استهدفت هذه الدراسة بيان مدى قبول المجتمع المحلي صاحب الثقافة العربيـــة الإســـلامية للمعايير الأجنبية وذلك بالتطبيق على حالة تبني معايير المحاسبة الدولية في جمهورية مصر العربية سنة 1996.

أجريت الدراسة على القوائم المالية المنشورة للشركات التي تتمتع بتداول نشط في الـــسوق المصري للأوراق المالية في العام 2004.

كانت أهم نتائج الدراسة ما يلي:

1 – إن مستوى الإفصاح كان بمعدل 61% من المستوى المفروض من قبل الهيئة المنظمة لسوق الأوراق المالية المصري .

2 – إن هناك أسبابا حضارية أو ثقافية يمكنها تفسير عدم التزام الشركات بتقديم مـــستوى الإفصاح المطلوب من قبل الهيئة المنظمه لسوق الأوراق المالية المصرية.

3 – تعتبر الشركات انتقائية من حيث تطبيقها أو عدم تطبيقها لمعـــايير المحاســـبة الماليـــة الدولية.

13 – دراسة (Rikanovic, 2005)، بعنوان:

"Corporate Disclosure Strategy and the Cost of Capital: an Empirical Study of Large Listed German Corporations"

استهدفت هذه الدراسة الإسهام في الجدل الأكاديمي القائم حول نماذج الإفصاح ومدى ملاءمتها لاتخاذ القرارات الاقتصادية ، كذلك هدفت إلى وضع معايير خاصة بالإفصاح تحقق منافع اقتصادية للشركات.

أجريت الدراسة على 200 شركة ألمانية كبرى مدرجة في البورصة الألمانية و هي تقريبا كل الشركات الموجودة في مؤشر DAX[13] .

توصلت الدراسة الى أن التوسع في الإفصاح يؤدي الى تخفيض تكلفة رأس المال ،كما توصلت الدراسة الى أن التوسع في الافصاح يزيد من سيولة السهم و كذلك في زيادة ارتباط المستثمر بالشركة ، بالاضافة الى ما سبق فقد وجدت الدراسة أن التوسع في الإفصاح يخفض من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الادارة و المستثمرين مما يعزز الثقة بينهما .

14 – دراسة (Field & Lowry & Shu, 2005)، بعنوان:

"Does Disclosure Deter or Trigger Litigation"

استهدفت هذه الدراسة بحث العلاقة بين الإفصاح الإختياري عن أخبار سيئة قبل موعد الإعلان عن نتيجة الأعمال و احتمالية تعرض الشركة إلى التقاضي من قبل حملة الأسهم.

---

[13] هو المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الألمانية، ويحوي أكبر 30 شركة ألمانية.(http//ar.wikipedia.org)

طبقت الدراسة على عينة تتكون من 78 قضية نظرت أمام المحاكم الأميركية كانت تتعلق بالأرباح والإفصاح.

كانت أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية هي:

1 – إن ما توصلت إليه دراسات سابقة من أن الإفصاح قد يزيد من الدافعية الى التقاضي أمام المحاكم، ما هو إلا نتيجة خطأ في تطبيق التحليل الإحصائي للعلاقة بين هذين المتغيرين حيث إنهما غير مستقلين (Endogeneity Problem).

2 – توصلت الدراسة الحالية ومن خلال استخدام منهجية جديدة مختلفة عن المنهجية المستخدمة في الدراسات التي سبقتها (المعادلات الآنية) إلى أن الإفصاح يؤدي الى التقليل من بعض حالات التقاضي أمام المحاكم.

15– (Brown, 2005)، بعنوان:

"Herd Behavior in Voluntary Disclosure Decisions: an Examination of Capital Expenditure Forecasts"

استهدفت هذه الدراسة بحث ظاهرة سلوك القطيع في قرارات الافصاح الاختياري ، ثم التحقق من سببين محتملين لها وهما ، أولا إن سلوك القطيع في قرارات الإفصاح قد يكون بسبب المعلومات التي استقاها المديرون من خلال إفصاحات الشركات الأخرى (Informational Herding) ، ثانيا محاولة المديرون بناء سمعة جيدة مع المستثمرين (Reputational Herding) .

أجريت الدراسة على 878 شركة في مختلف القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية والمدرجة في بورصات NASDAQ و NYSE وAMEX و هي الشركات التي حققت شروطا تم وضعها في الدراسة .

كانت أهم نتائج هذه الدراسة هي ، ان نزعة الشركات إلى الإفصاح الاختياري عن التنبؤات بالمصاريف الرأسمالية تتناسب طرديا مع نسبة الشركات التي تفصح عن ذلك ضمن نفس القطاع الذي تعمل فيه ، و أن هذه العلاقة الايجابية هي أقوى في حالة الشركات التي تعمل في ظل تنافسية عالية ، اضافة الى ذلك فإن النزعة للإفصاح الاختياري تزداد مع ازدياد دقة التنبؤات عند الشركات النظيرة كما انها تزداد عند المديرين ذوي السمعة الأقل .

16- دراسة (Guidry, 2004)، بعنوان:

"Enhanced Voluntary Disclosures and its Effects on the Cost of Capital: an Empirical Examination of the FASB's Improving Business Reporting: Insights into Enhanced Voluntary Disclosures"

استهدفت هذه الدراسة تقييم العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري للبيانات غير المالية و تكلفة رأس المال ، حيث تمت دراسة مقاييس الصناعة و مقاييس للأداء غيرمالية و التي تمت مناقشتها في مجلس معايير المحاسبة المالية(FASB)، وهي المقاييس الواجب الافصاح عنها اختياريا للشركات التي ترغب في تخفيض تكلفة رأسمالها.

تم إجراء هذه الدراسة على عينة تتكون من 24 شركة أمريكية لاختبار الفرضية التي تتعلق بالتمويل بالملكية ، بالإضافة الى عينة شملت 26 شركة أمريكية لاختبار الفرضية التي تتعلق بالتمويل بالإقتراض .وجدت الدراسة علاقة عكسية بين الإفصاح عن الاستثمارات غير الملموسة بالإضافة الى الإفصاح عن التنبؤات المستقبلية مع تكلفة رأس المال المقترض

، وأنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين باقي متغيرات الإفصاح الاختياري (البيانات عن العمل وتحليل الإدارة للبيانات عن العمل و المعلومات حول الإدارة والمساهمين و المعلومات عن خلفية الشركة) مع تكلفة رأس المال المقترض .

بالنسبة لتكلفة التمويل بالملكية فانه لم يتم الكشف عن أية علاقة ذات دلالة إحصائية مع بنود الإفصاح الاختياري .

17 – دراسة (Al – Razeen & Karbhari, 2004)، بعنوان:

"Interaction between Compulsory and Voluntary Disclosure in Saudi Arabian Corporate Annual Reports"

استهدفت هذه الدراسة استقصاء العلاقة بين الإفصاح الإلزامي والإفصاح الاختياري في التقارير السنوية للشركات السعودية .

شملت العينة شركات سعودية مدرجة في البورصة إضافة الى شركات غير مدرجة .

تم وضع ثلاثة مؤشرات للافصاح :

1 – مؤشر للإفصاح الإلزامي .

2 – مؤشر لعناصر الإفصاح الاختياري القريبة من عناصر الإفصاح الإلزامي.

3 – مؤشر لعناصر الإفصاح الاختياري البعيدة عن عناصر الإفصاح الإلزامي.

كانت أهم نتائج الدراسة ما يلي :

1 – هناك علاقة ايجابية قوية بين الإفصاح الإلزامي والإفصاح الاختياري للعناصر القريبة من عناصر الإفصاح الإلزامي .

2 – العلاقة ضعيفة بين الإفصاح الاختياري عن عناصر بعيدة عن عناصر الإفصاح الإلزامي وكل من الافصاح الإلزامي و الافصاح الاختياري عن عناصر قريبة من عناصر الافصاح الإلزامي .

3 – سبب ضعف العلاقة المذكور في البند رقم 2 يعود الى غياب التنسيق الفعال بين الأطراف المشتغلين في إعداد التقارير السنوية .

4 – لا تختلف النتائج السابقة باختلاف القطاع الذي تنتمي إليه الشركات موضوع الدراسة.

5 – ضعف العلاقة المذكور في البند رقم 2 مرده الى ضعف التنسيق بين مجلس الإدارة (Board of Directors) و إدارة الشركة (Management) في كتابة أجزاء من التقرير المالي.

18 – دراسة (Black & Jang & Kim, 2003)، بعنوان:

"Does Corporate Governance Affect Firm Value?"

استهدفت هذه الدراسة فحص تأثير حوكمة الشركات على القيمة السوقية لهذه الشركات.

استخدمت الدراسة أسلوب المسح الشامل، حيث تم تطبيق مؤشر الحاكمية على كل الشركات الكورية الجنوبية المدرجة في البورصة.

تكون مؤشر الحاكمية من خمسة مؤشرات فرعية تشكل في مجموعها مقياسا للحاكمية المؤسسية وهي حقوق المساهمين، مجلس الإدارة، لجنة التدقيق، الإفصاح، تركز الملكية.

تم اختبار أثر التباين في ممارسات الحوكمة للشركات الكورية المدرجة في السوق المالي الكوري على الأداء المالي للشركات ممثلا في القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية للشركة .

وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة بين مستوى الحوكمة في الشركة والقيمة السوقية للشركة، حيث إن الزيادة بمقدار عشر نقاط في مؤشر الحوكمة أدى إلى زيادة قدرها 14% في القيمة السوقية لسهم الشركة.

19 – دراسة (Botosan & Plumlee, 2002)، بعنوان:

"A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital"

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين تكلفة التمويل بالملكية من جهة و مستوى الافصاح في التقارير السنوية (Annual Reports) ومستوى الافصاح في التقارير الآنية (Timely Disclosure) و أنشطة العلاقات مع المستثمرين (Investor Relations Activities) من جهة أخرى .

أجربت الدراسة على 3618 شركة أمريكية في مختلف القطاعات الاقتصادية والمتضمنة في AIMR و ذلك للأعوام ما بين 1985\1986 و 1995\1996 .

توصلت الدراسة الى النتائج التالية :

1: تكلفة التمويل بالملكية تنخفض مع ازدياد مستوى الإفصاح في التقارير السنوية .

2: تكلفة التمويل بالملكية تزداد مع ازدياد مستوى الإفصاح الآني ، وهذا يتناقض مع النظريه* ، إلا أنه يتوافق مع ما يقوله المديرون في أن زيادة الإفصاح الآني قد تؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال والسبب هو زيادة التذبذب في سعر السهم .

* المقصود هنا النظرية التي تربط الانخفاض المتوقع في تكلفة رأس المال بزيادة مستوى الإفصاح الذي تقدمه الشركة.

3: لم تجد الدراسة علاقة بين تكلفة التمويل بالملكيــة ومــستوى أنــشطة العلاقــات مــع المستثمرين.

20 – دراسة (Botosan, 1995)، بعنوان:

"The Effect of Disclosure Level on the Cost of Equity Capital and Stock Market Liquidity"

استهدفت هذه الدراسة فحص تأثير الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال المــستثمر و على سيولة السهم في السوق المالي .

تكونت عينة الدراسة من 247 من الشركات الصناعية في الولايات المتحدة الأميركية.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

1 – إن هناك علاقة ما بين الزيادة في مستوى الإفصاح الاختياري و ســيولة الــسهم فــي السوق.

2 – إن هناك علاقة إيجابية بين زيادة مستوى الإفصاح الاختياري و تكلفــة رأس المــال المستثمر بعد ضبط عوامل هي المخاطر النظامية وحجم الشركة .

2 – 2 الدراسات باللغة العربية :

تم عرض ومناقشة أهم الدراسات العربية ذات الصلة والتي تتعلق بمضمون أهداف وفرضيات الدراسة الحالية.

1 – دراسة (الحسن، 2009)، بعنوان: " الإفصاح الاختياري لدى الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان"

استهدفت هذه الدراسة قياس مستوى الإفصاح الاختياري في تقارير الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان وبيان العوامل المؤثرة على درجة الإفصاح الاختياري في هذه الشركات وهي حجم الشركة ونوع القطاع والرفع المالي وحجم شركة التدقيق وهيكل حقوق الملكية، كما وتفحص الدراسة وجود أو عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في مستوى الإفصاح الاختياري ما بين السوقين الأول والثاني.

تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 272 شركة ما عدا البنوك وشركات التأمين، حيث تم أخذ عينة طبقية عشوائية مكونة من 67 شركة مدرجة في السوقين الأول والثاني.

أظهرت نتائج هذه الدراسة وجود إفصاح اختياري في الشركات الأردنية المدرجة، حيث بلغت نسبة الإفصاح الاختياري 36.64%، كما أظهرت الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية ما بين مستوى الإفصاح الاختياري وحجم الشركة عند مستوى دلالة (0.021)، ونوع القطاع عند مستوى دلالة (0.057)، بالإضافة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين مستوى الإفصاح الاختياري وبين حجم المدقق والرفع المالي وهيكل

الملكية، كما بينت الدراسة عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح في السوق الأول والثاني.

خرجت هذه الدراسة بتوصية وهي دعوة الجهات المختصة إلى الإهتمام بالإفصاح عن المزيد من المعلومات الاختيارية، خاصة تلك المتعلقة بالمعلومات المستقبلية، والمعلومات المتعلقة بالإحصائيات والنسب المالية، لتصل إلى مستخدمي القوائم المالية واضحة ومحددة لتساعدهم على اتخاذ القرار المناسب.

2 – دراسة (مارق، 2009)، بعنوان: " قياس مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة السعودية "

استهدفت هذه الدراسة قياس كمية و نوعية الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية للشركات المساهمة السعودية .

تمت دراسة التقارير السنوية لعام 2005 م لـ 52 شركة مساهمة عامة سعودية

وقد توصلت الدراسة الى أنه بالرغم من تباين حجم و نوعية الإفصاح الاختياري بين شركات العينة ، الا أن ظاهرة اهتمام الشركات بالإفصاح الاختياري بدت واضحة ، من حيث حجم هذا الإفصاح في القوائم المالية ورغبة هذه الشركات تزويد الأطراف المهتمة بالقوائم المالية بمعلومات إدارية و مالية إضافية واختيارية زيادة على المعلومات التي يتطلبها معيار العرض و الإفصاح السعودي ، وقد كانت المعلومات التاريخية عن الشركة و أهداف الشركة العامة أو أهدافها المالية أو التسويقية بالإضافة إلى مهام لجنة المراجعة وعدد أعضائها من البنود الأكثر إفصاحا على مستوى الشركات .

3 – دراسة (عبد الملك، 2008)، بعنوان: " قياس دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية "

استهدفت هذه الدراسة التعرف على المنهج الملائم والذي يستخدم في وصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم وما هي علاقة الحوكمة بكفاءة سوق المال ودراسة وتحليل ارتباط حوكمة الشركات بالسعر العادل للسهم و التعرف على ماهية القواعد والمبادىء الخاصة بحوكمة الشركات والتي تؤثر على قدرة السوق على تحديد السعر العادل للسهم، أخيرا التعرف على ماهية الآليات الواجب اتباعها للوصول غلى السعر العادل للسهم.

اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الاستقرائي الاستنباطي، وذلك بالدراسة التحليلية لكل ما استطاع الباحث الحصول عليه من مراجع ومؤتمرات وأبحاث من خلال المكتبات المختلفة وكذلك عبر الانترنت تمهيداالايتنباط الإجابة عن تساؤلات البحث والمقترحات والنتائج الازمة.

وقد كانت أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة كما يلي:

1– المنهج الذي يصف العلاقة بين الحوكمة وأسعار الأسهم هو منهج دراسة السوق.

2 – أهم القواعد والمباديء الخاصة بحوكمة الشركات والتي تؤثر على قدرة السوق على الوصول غلى السعر العادل للسهم، هي قاعدة أو مبدأ الإفصاح والشفافية.

3 – الحوكمة عامل محدد لقوة العلاقة الدالية بين محتوى الإفصاح والسعر العادل للسهم.

4 – الحوكمة تعمل على سد النقص الحادث في المعايير المحاسبية بخصوص تحسين محتوى التقارير المنشورة.

5 – الآليات الواجب إتباعها للوصول إلى السعر العادل للسهم وهي نتاج لتطبيق الشفافية هي:

أ– التوسع في المعلومات المالية.

ب – الاهتمام بالمعلومات غير المالية.

ج – التحول من الإفصاح الاختياري الى الإفصاح الإلزامي.

د – الإهتمام بالإفصاح الإلكتروني.

أما النتيجة العامة فقد كانت أن حوكمة الشركات تعمل على تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية ومن ثم تحقيق العدالة في الوصول إلى السعر العادل للسهم.

4– دراسة (الرزين، 2007)، بعنوان: " دراسة ميدانية عن جودة إفصاح التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة السعودية "

استهدفت هذه الدراسة فحص جودة الإفصاح في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة السعودية.

استخدمت هذه الدراسة كمية الإفصاح كدليل على جودة إفصاح التقارير المالية السنوية من قبل الشركات السعودية. وتم اختبار كل من الإفصاح الإلزامي والإفصاح الاختياري، كما تم تقسيم الإفصاح الإلزامي إلى عينات فرعية وهي الشركات التي توسعت بالإفصاح الإلزامي والشركات التي لا توجد لها علاقة بمتطلبات الإفصاح. لمعرفة المتغيرات المتوقع أن تفسر درجة الإفصاح فقد تم استخدام المتغيرات التالية: حجم الشركة، إنجاز الشركة، وضع ديون الشركة، ملكية الحكومة في الشركة، نوع شركة تدقيق الحسابات، إدراج الشركة في السوق المالي و نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

كانت أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي:

1 – تمكنت الدراسة من تحديد بعض الاختلافات المنظمة في مستوى الإفصاح السنوي للشركات السعودية في عينة الدراسة.

2 – لم تتأثر نتائج تحليل الإنحدار سواء أكانت عناصر الإفصاح مرجحة أو غير مرجحة.

3 – إن درجة الإلتزام بمتطلبات الإفصاح ذات دلالة إحصائية منخفضة كلما ارتفعت نسبة ملكية الحكومة في الشركات، كما توصلت إلى نفس النتيجة فيما يتعلق بالإفصاح الاختياري.

4 – أن الشركات التي تم تدقيق حساباتها من قبل شركات تدقيق محلية مستقلة تلتزم بمتطلبات الإفصاح أفضل من الشركات التي تم تدقيق حساباتها من قبل شركات تدقيق محلية مرتبطة ببعض شركات التدقيق الدولية.

5 – نسبة الرفع المالي ذات ارتباط إيجابي بمستوى الإفصاح الإلزامي، بينما مجموع حقوق الملكية ارتبطت إيجابا بالإفصاح الاختياري.

6 – لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من متغير الإدراج في السوق ومتغير العائد على حقوق الملكية و درجة الإفصاح سواء أكان الإلزامي أم الاختياري.

5 – دراسة (زنداح، 2006)، بعنوان: " أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين "

استهدفت الدراسة اختبار أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة سنة 1998 عن هيئة الأوراق المالية الأردنية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين . كما هدفت الدراسة الى قياس أثر حجم الشركة على علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية و المخاطرة النظامية للشركة في تحسين منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين .

تم استخدام بيانات الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لعينة تكونت من (39) شركة عن فترة ثماني سنوات ، منها أربع سنوات قبل تطبيق تعليمات الإفصاح (1994–1997) و أربع بعد التطبيق (1999–2002).

بينت الدراسة حدوث تحسن في علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم و المخاطرة النظامية للشركة نتيجة تطبيق تعليمات الإفصاح ، كما كشفت الدراسة أيضا أن حجم الشركة أدى إلى زيادة تحسن علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم و المخاطرة النظامية للشركة بعد تطبيق تعليمات الإفصاح .

كانت أهم توصيات الباحث هي توسيع قاعدة المشاركة في وضع التعليمات الجديدة أو تعديل التعليمات الحالية أو اتخاذ إجراءات تتعلق بتحسين مستوى الإفصاح وذلك حتى تلقى القبول العام مما يؤدي إلى تحسين منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين والأطراف الأخرى .

6 – دراسة (الزبيدي، 2006)، بعنوان: " أثر الافصاح المحاسبي في القوائم المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية على قرار المستثمرين في بورصة عمان "

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الافصاح في التقارير المالية السنوية و بين اعتماد المستثمر في سوق عمان المالي على المعلومات التي توفرها التقارير المالية السنوية ونجاح هذا القرار الاستثماري وكذلك العلاقة بين أهمية البند و درجة الافصاح عنه في التقارير المالية السنوية للشركات الصناعية الأردنية وقرار الاستثمار .

أجريت الدراسة على (50) شركة أخذت عشوائيا من مجتمع يتكون من (177) شركة مساهمة عامة تشكل قطاعات البنوك ، الخدمات ، الصناعة و التأمين .

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة بين الإفصاح في التقارير المالية و قرار الاستثمار مـــن قبل المستثمرين في سوق عمان المالي ، وعدم وجود علاقة ارتباط بين اعتماد المستثمر في سوق عمان المالي على التقارير المالية و نجاح هذا القرار الاستثماري ، و أن هناك علاقة بين الأهمية النسبية لبنود القوائم المالية ودرجة الإفصاح عنها لاتخاذ القـــرار الاســـتثماري المناسب .

كانت أهم توصيات الباحث الاهتمام بالايضاحات المتعلقة بالقوائم المالية وغير المتعلقة بتلك القوائم من خلال الجهات المختصة ، كذلك الحرص على أن تكون هذه القوائم معـــدة فـــي أوقات مناسبة تساعد المستثمرين على استخدامها لاتخاذ القرار المناسب والاهتمام بوجـــود أقسام مختلفة في الشركات الصناعية الأردنية تعمل على وضـــع نمـــاذج تحليليـــة ســـهلة الاستخدام للجميع لاستخراج النتائج الصحيحة من خلال تحليل البيانات بشكل موضـــوعي و منطقي .

7 – دراسة (بالحاج، 2006)، بعنوان: " العوامل المؤثرة على الافـصاح الاختيـاري – دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية "

استهدفت هذه الدراسة الى التعرف على مدى التحسن في مستوى الافصاح الاختياري فـي الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية ، فحص تأثير مجموعة من خصائص الشركات وهي حجم الشركة ونسبة الأصول الثابتة الى اجمالي الأصول وحجم مكتب تدقيق الحسابات ومستوى النشاط الدولى ونسبة المديونية و هيكل الملكية على مستوى الافصاح الاختيـاري عن المعلومات المالية وغير المالية في التقارير السنوية للشركات ،كذلك فحص تأثير بعض العوامل مثل المنافسة و تكاليف المقاضاة و السمعة والتمويل الخارجي وجودة التدقيق علـى مستوى الإفصاح الاختياري .

تكونت عينة الدراسة من ثمان و عشرين شركة مساهمة عامة صناعية أردنية مدرجة فـي السوق الأول في بورصة عمان خلال الفترة من 2000 الى 2004 .

كانت أهم نتائج الدراسة ، أنه يوجد تحسن ذو دلالـة إحـصائية فـي مـستوى الإفـصاح الاختياري في التقارير السنوية المصدرة من قبل الشركات الصناعية ، يوجد تحسن ذو دلالة إحصائية لكل من حجم الشركة و مستوى النشاط الدولى وملكية المستثمر الأجنبي لأسهم في الشركة على مستوى الإفصاح الاختياري ، لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لبعض العوامل مثل المنافسة وتكاليف المقاضاة والسمعة والتمويل الخارجي وجودة التدقيق علـى مـستوى الإفصاح الاختياري .

8 – دراسة (أبو نصار والذنيبات، 2005)، بعنوان: " أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية "

استهدفت هذه الدراسة التحقق من مدى أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية للعام 1998 و الخاصة بالبيانات الدورية للشركات المساهمة العامة في الأردن، وذلك من وجهة نظر المدققين الخارجيين ومعدي البيانات المالية والمستثمرين، كما هدفت الدراسة الى معرفة وجهة نظر عينة الدراسة حول مدى كفاية هذه التعليمات وإسهامها في تحسين عملية اتخاذ القرارات من قبل مستخدمي البيانات المالية . ولتحقيق أهداف الدراسة تم تصميم استبانة وجهت الى عينات من المدققين ومعدي البيانات المالية والمستثمرين .

توصلت الدراسة الى إجماع كل من المدققين ومعدي البيانات والمستثمرين على أهمية البنود التي تتضمنها تعليمات الإفصاح في خدمة مستخدمي القوائم المالية، كما أظهرت نتائج الدراسة أن تعليمات الإفصاح تساعد في تحسين نوعية وكمية المعلومات المنشورة. إضافة الى ما سبق فقد بينت نتائج الدراسة عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين وجهات نظر المدققين ومعدي البيانات والمستثمرين في تقييم أهمية البنود التي تتضمنها تعليمات الافصاح الا لعدد محدود من البيانات .

9 – دراسة (أبو المكارم، 2002)، بعنوان: " العلاقة المفقودة بين الإفصاح المحاسبي و وظيفتي القياس و الاتصال المحاسبي "

استهدفت هذه الدراسة تأصيل مصطلح الافصاح المحاسبي و الكشف عن مصادره و عوامل تطور أهدافه و نطاقه و مضمونه ، ثم عرض و تحليل التناقضات و المشكلات التي أسفرت عنها الممارسة العملية نتيجة غموض مفاهيم هذا الصطلح ، ثم بحث دور هذا المصطلح في مجال تنظير المعرفة المحاسبية .

وقد كانت أهم النتائج التي توصل اليها الباحث هي كمايلي :

عندما كانت المعرفة المحاسبية تركز على وظيفة القياس المحاسبي كانت المصطلحات السائدة في مجال الاتصال هي نشر أو عرض المعلومات ، و لكن بعد تزايد الاهتمام بوظيفة الاتصال أصبح مصطلح الإفصاح المحاسبي هو الأكثر شيوعا . توجد ثلاث مفاهيم لمصطلح الإفصاح المحاسبي هو الإفصاح الكافي والإفصاح العادل والإفصاح الشامل وماتزال هذه المفاهيم الثلاثة تحكم عملية الإفصاح المحاسبي سواء في مجال المحاسبة أو المراجعة القانونية وقد اتضح أن هناك تناقضا بين هذه المفاهيم فهناك رأي يرى صعوبة الجمع بين الكفاية و الشمول و رأي اخر يرجح مفهوم العدالة على مفهومي الكفاية و الشمول و رأي ثالث يرى بعدم وجود تباين بين المفاهيم الثلاثة . تسبب التعدد في مفاهيم الإفصاح و غموضها الى شيوع مسئولية الإفصاح بين الادارة من ناحية ومدقق الحسابات من ناحية أخرى ، وأدى ذلك بدوره الى تزايد الدعاوي القضائية المرفوعة من مستخدمي المعلومات المحاسبية ضد مكاتب التدقيق . ثبت وفق لأراء العديد من الكتاب ووفقا للأحكام

القضائية أن المباديء المحاسبية المتعارف عليها قاصرة عن توفير الافصاح الفعال ، و أن الالتزام بهذه المباديء من قبل الادارة أو المدقق لا يضمن بالضرورة عدالة القوائم المالية.

أما أهم التوصيات فقد كانت ، استبدال مفاهيم الكفاية و العدالة و الشمول بمفهوم واحد هـو الإفصاح الفعال ، باعتبار أن الفعالية تستهدف تحقيق الأهداف المرجوة . يجب التوسع فـي الإفصاح المحاسبي باعتباره حلا عمليا و منطقيا لمشكلة صعوبة تحديد احتياجات مستخدمي المعلومات المحاسبية .

10 – دراسة (العيسى، 2000)، بعنوان: "مستوى الإفصاح عن البنود غير العادية فـي القوائم المالية"

استهدفت هذه الدراسة قياس مستوى الافصاح عن البنود غير العادية في التقـارير الماليـة المنشورة للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وقد حصل الباحث على البنود غير العادية من المعيار المحاسبي الدولي رقم 8 .

أجريت الدراسة على عينة حجمها (46) شركة مساهمة عامة أردنية .

هذا وقد كانت أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة:

1 – عدم التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح عن البنود غير العادية.

2 – عدم الفصل وبشكل كاف بين أرباح و خسائر البنود العادية و أرباح وخـسائر البنـود غير العادية.

3 – اختلاف مستويات الإفصاح بين الشركات حسب نوع النشاط .

11 – دراسة (دهمش، 1995)، بعنوان: " قياس تكلفة رأس المال بتسعير الأصل الرأسمالي وتقييم توزيعات الأرباح و العلاقة مع بعض نسب الربحية – دراسة تحليلية للشركات الصناعية الأردنية "

استهدفت هذه الدراسة المفاضلة بين نموذجي تسعير الأصل الرأس مالي و تقييم توزيعات الأرباح و ذلك في قدرة استخدام كل منهما في قياس متوسط تكلفة رأس المال المرجحة وذلك باختبار قوة العلاقة واتجاهها ما بين متوسط تكلفة رأس المال المرجحة المحسوبة باستخدام كل من هذين النموذجين و نسبة كل من العوائد على مجموع الأصول و القوة الايرادية الأساسية للفترة ما بين 1981 و1995 بالتطبيق على القطاع الصناعي الأردني

كانت عينة الدراسة عبارة عن 14 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان ، تم اختيارها بناء على معايير منها بداية السنة المالية في 1–1 و نهايتها في 31–12 ، أن تكون **الشركة** قد وزعت أرباحا لمدة 11 سنة على الأقل ، أن تكون أسهم هذه الشركة مدرجة في جداول سوق عمان المالي للتداول ابتداء من عام 1980 .

خلصت هذه الدراسة الى أنه يوجد اختلاف كبير ذو دلالة احصائية بين متوسط تكلفة رأس المال المرجحة باستخدام نموذج تسعير الأصل الرسمالي و متوسط تكلفة رأس المال المرجحة باستخدام نموذج توزيعات الأرباح لكافة شركات الدراسة ، و توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين متوسط تكلفة رأس المال المرجحة باستخدام نموذج تسعير الأصل الرأسمالي و نسبة كل من العوائد على مجموع الأصول و القوة الايرادية الأساسية و **ذلك** للفترة ما بين 1981 و 1993 وقد كان اتجاه العلاقة سالبا قويا ، و أن ثمة علاقة ذات دلالة احصائية بين متوسط تكلفة رأس المال المرجحه باستخدام نموذج توزيعات الأرباح و نسبة

كل من العائد على مجموع الأصول و القوة الايردية الأساسية للفترة ما بين 1981 و 1993 و قد كان اتجاه العلاقة موجبا قويا .

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :

تم بحث موضوع الإفصاح المحاسبي في عدد من الدراسات السابقة فى الأردن و قد تمت دراسة العلاقة بين الإفصاح المحاسبي و بعض المتغيرات الإقتصادية ، و لكن أيا منها – حسب علم الباحث – لم يبحث المواضيع التالية :

1 – في هذه الدراسه تم إعداد مؤشر للإفصاح الاختياري يتناسب مع البيئة الأردنية، وذلك بهدف قياس مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المساهمة الصناعية الأردنية .

2 – تم قياس مستوى الإفصاح الاختياري من خلال استبانة على شكل مؤشر للإفصاح الاختياري يحتوي عناصر الإفصاح الاختياري اضافة الى أدوات الاتصال مع المستثمرين (Investors Relations Instruments) مثل التقرير المالي السنوي ، اجتماع الهيئة العامة السنوي التقارير الدورية ، التقارير الأنية ، الانترنت ، الصحف و غيرها ، وهذا لم تعمل به أي من الدراسات السابقة.

3 – يتميز مؤشر الإفصاح الإختياري الذي تم استخدامه لقياس مستوى الإفصاح الإختياري، بأنه يوفر الإمكانية لقياس مستوى الإفصاح الإختياري بأسلوبين، الأسلوب الأول وهو قياس مستوى الإفصاح على اعتبار أن الشركة يمكنها أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الإختياري باستخدام كل أدوات الإتصال مع المستثمرين المتاحة، وبمعنى أن الحد الأعلى للنقاط التي يمكن أن تحصل عليها الشركة = 516 نقطة (86 عنصرا من عناصر الإفصاح الاختياري X 6 أدوات للإتصال مع المستثمرين)، أما الأسلوب الثاني

فهو قياس مستوى الإفصاح الإختياري على اعتبار أن الشركة يمكنها أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الإختياري باستخدام أي من الأدوات المتاحة للإتصال مـــع المستثمرين، وبمعنى أن الحد الأعلى للنقاط التي يمكن أن تحصل عليها الشركة = 86 نقطة (وهو عدد عناصر الإفصاح الإختياري الموجودة في المؤشر).

4 – تم تتبع واستقصاء عناصر الافصاح الاختياري باستخدام أسلوب المقابلـــة الشخـــصية وقدر الإمكان لتعبئة مؤشر الافصاح الاختياري ، مما يعطي دقه أكبر في قيـــاس مـــستوى الافصاح الاختياري.

5 – تعتبر هذه الدراسة الأولى في الأردن وحسب علم الباحث التي تحـــاول الـــربط بـــين مستوى الافصاح الاختياري و تكلفة رأس المال بشقيها، تكلفة التمويـــل بالملكيـــة و تكلفـــة التمويل بالإقتراض للشركات الصناعية الأردنية.

جدول رقم (2)
ملخص الدراسات السابقة ومقارنتها مع الدراسة الحالية

البحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
Al Akra & Ali (2010)	قدرة الإفصاح الاختياري في القوائم المالية على التأثير على القيمة السوقية للأسهم في منطقة الشرق الأوسط- التطبيق على الأردن	هدفت هذه الدراسة إلى فحص تأثير مستويلت الإفصاح الاختياري للشركات الأردنية التي جرى خصخصتها على قيمة هذه الشركات	توصلت هذه الدراسة إلى أن تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري للشركات المخصخصة أدى إلى تحسين قيمة هذه الشركات، كما أن سياسة الخصخصة مصحوبة مع بعض الإصلاحات الاقتصادية قد أدت إلى تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري، أخيرا توصلت الدراسة إلى أن الربحية والرفع هي أكثر المتغيرات الضابطة تأثيرا على قيمة الشركة العاملة في البيئة الأردنية، أما نمو المبيعات و السيولة و الحجم فهي متغيرات ليس لها تأثير على القيمة السوقية للشركة.	تشترك هذه الدراسة مع الدراسة الحالية في أنهما تبحثان في النتائج الاقتصادية للتوسع في الإفصاح الاختياري.
Eisayed & Hoque (2010)	عوامل البيئة الدولية الملاحظة وممارسات الإفصاح الاختياري للشركات	فحص تأثير عوامل البيئة الدولية على مستوى الإفصاح الاختياري	هناك تأثير إيجابي للمؤسسات الاجتماعية والسياسية الدولية وتطبيق معايير المحاسبة الدولية على مستوى الإفصاح الاختياري ، كما أنه لا يوجد تأثير لشدة المنافسة على المستوى الدولى على مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المصرية غير المالية المدرجة في البورصة المصرية	الدراسة الحالية تبحث في عوامل اقتصادية هي ما يحفز الشركات الأردنية للتوسع قي الإفصاح الاختياري ، بينما ركزت هذه الدراسة على عوامل البيئة الدولية و أثارها على مستوى الإفصاح عند الشركات المصرية
Leuz & Ctherine (2009)	الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، دليل حول استجابة الشركات لصدمة إنرون	اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال من خلال استثمار حدث خارجي هو انهيار شركة انرون.	حصول انخفاض في تكلفة رأس مال الشركات الأميركية بعد صدمة انهيار شركة انرون، الانخفاض الحاصل في تكلفة رأس المال كان نتيجة للزيادة في حجم الإفصاح في الفترات المالية اللاحقة لانهيار شركة انرون، الزيادة في مستوى الإفصاح كان أوضح عند الشركات ذات الحاجات التمويلية المرتفعة.	الدراسة الحالية تبحث العلاقة بين تكلفة رأس المال ومستوى الإفصاح الاختياري في الظروف الاقتصادية العادية، بينما اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين هذين المتغيرين تحت تأثير حالة انهيار شركة كبيرة جدا" أثرت على الاقتصاد كاملا".
البحث وتاريخ	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية

الدراسة				
Bamber and et .al (2009)	ما هو أسلوبي؟ تأثير المديرين في المستويات الإدارية العليا وخلفيتهم الشخصية على الإفصاح الاختياري للشركة	تقديم تفسير إضافي لاختلاف مستويات الإفصاح الاختياري بين الشركات ، وهل للمديرين دور في ذلك؟	توصلت الدراسة إلى أن المديرين في الإدارة العليا لهم تأثير واضح على مستوى الإفصاح الاختياري، وأن هذا التأثير يرتبط ببعض خصائص شخصية المديرين مثل خلفيتهم العملية وعلاقتها بمجالات التمويل أو المحاسبة أو القانون، تاريخ الولادة، الخلفية علمية(الحصول على شهادة MBA).	ركزت الدراسة الحالية على عوامل اقتصادية (تكلفة رأس المال) وعلاقتها بمستوى الإفصاح عند الشركات الأردنية. بينما تبحث هذه الدراسة في عوامل تتعلق بشخصية المديرين وتأثيرها على مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات الأميركية.
Hossain & Hammami, (2009)	الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية في الدول الناشئة – حالة دولة قطر	هدفت الدراسة إلى فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وخصائص محددة للشركات مثل عمر الشركة، حجم الشركة وغيرها وذلك في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة قطر	توصلت الدراسة إلى أن عمر الشركة وحجمها ودرجة تعقيد عملياتها وحجم موجوداتها هي كلها متغيرات هامة تفسر الإختلاف في مستوى الإفصاح الاختياري بين الشركات، أما ربحية الشركة فلا تعتبر متغيرا" هاما لتفسير الاختلاف في مستوى الإفصاح الاختياري.	تتشابه الدراسة الحالية مع هذه الدراسة في أنهما استخدما أسلوب مؤشر الإفصاح الاختياري لفحص مستوى الإفصاح الاختياري للشركات. أما الفرق فيمكن ملاحظته في أن هذه الدراسة تبحث في العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح الاختياري، أما الدراسة الحالية فتبحث في نتيجة اقتصادية هامة للإفصاح الاختياري ألا وهي تخفيض تكلفة رأس المال.
Broberg and et .al (2009)	ما اللذي يفسر التباين في مستوى الإفصاح الاختياري؟ دراسة التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة ستوكهولم.	هدفت هذه الدراسة إلى تفسير التباين في مستوى ومحتوى الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في بورصة ستوكهولم.	حجم الشركة ونسبة الديون و إدراج الشركة في البورصات العالمية و الملكية الأجنبية لها علاقة موجبة مع محتوى المعلومات في الإفصاح الاختياري، أما نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة في رأس المال فإن لها أثرا سلبيا على مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات، أخيرا فإن لطبيعة البيئة القانونية والتشريعية تأثير هام على مستوى الإفصاح الختياري الذي تقدمه الشركات.	تبحث الدراسة الحالية في نتيجة اقتصادية هامة للإفصاح الاختياري وهي تخفيض تكلفة رأس المال، أما هذه الدراسة فإنها تبحث في العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح الاختياري.

البحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
Field and et .al (2009)	هل يعمل الإفصاح على التقليل من حالات التقاضي أو أنه يزيدها؟	هدفت هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن أخبار سيئة قبل موعد الإعلان عن نتيجة الأعمال واحتمالية تعرض الشركة للتقاضي من قبل حملة الأسهم.	بينت هذه الدراسة إلى أن ما توصلت له بعض الدراسات السابقة من أن الإفصاح قد يزيد من الدافعية للإفصاح أمام المحاكم ما هو إلا خطأ نتيجة للتطبيق الخاطىء للتحليل الإحصائي ، حيث لم يتم الانتباه الى قضية استقلال هذين المتغيرين، كما توصلت الدراسة إلى أن التوسع في الإفصاح يؤدي إلى التقليل من حالات التقاضي أمام المحاكم.	تقدم هذه الدراسة دعما" لبعض بنود الإفصاح الاختياري المتعلقة بتقديم معلومات سلبية حول أعمال الشركة وعند اللزوم وذلك لأصحاب المصالح.
Hassan and et .al (2009)	قدرة الإفصاح في القوائم المالية على التأثير على أسعار الأسهم – شواهد من البورصة المصرية	هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين الإفصاح (الإجباري والأختياري) و قيمة الشركة	توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الإجباري الذي تقدمه الشركات وقيمة هذه الشركات ، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية ضعيفة بين مستوى الإفصاح الاختياري وقيمة هذه الشركات.	تشترك هذه الدراسة مع الدراسة الحالية في أنهما توصلتا إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وكل من قيمة الشركة(بالنسبة لهذه الدراسة) وتكلفة رأس المال(بالنسبة للدراسة الحالية).
Li, (2008)	هل أن الإلتزام في تبني معايير المحاسبة الدولية سيخفض من تكلفة التمويل بالملكية.	هدفت الدراسة إلى اختبار تطبيق معايير المحاسبة الدولية في أوروبا سنة 2005 وأثره على تخفيض تكلفة رأس المال.	توصلت الدراسة إلى أن معايير المحاسبة الدولية تتطلب إفصاحا أكبر من الإفصاح الذي كانت تتطلبه معايير المحاسبة المحلية، كما توصلت الدراسة إلى أن تطبيق معايير المحاسبة الدولية أدى إلى تخفيض في تكلفة رأس المال المستثمر، من خلال التقليل من من مشكلة الاختيار الخاطيء، إضافة إلى انخفاض في تقدير المخاطر المتوقعة مستقبلا، أخيرا فقد توصلت الدراسة إلى أن الإنخفاض في تكلقة رأس المال كان أكبر في الدول ذات التشريعات القوية.	اشتركت الدراسة الحالية وهذه الدراسة في موضوع تخفيض تكلفة رأس المال ، إلا أنه في الدراسة الحالية ، فقد تم تبني فكرة تخفيض تكلفة رأس المال من خلال التوسع في الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات ، أما في هذه الدراسة فقد تم فحص العلاقة بين تطبيق معايير

المحاسبة الدولية وتكلفة رأس المال .

البحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
Wang, (2008)	محددات ونتائج الإفصاح الاختياري في الأسواق الناشئة : دراسة تطبيقية في الصين.	هدفت الدراسة إلى فحص محددات الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية للشركات الصينية المدرجة أسهمها في البورصة الصينية والبورصات العالمية ، إضافة إلى فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري لهذه الشركات و تكلفة التمويل بالإقتراض.	بينت الدراسة إلى أن الإفصاح الاختياري يرتبط بشكل إيجابي مع كل من نسبة الملكية الحكومية ونسبة الملكية الخارجية والعائد على حقوق الملكية وسمعة مدقق الحسابات، كما لم تتوصل الدراسة إلى أدلة تربط الانخفاض في تكلفة التمويل بالإقتراض بمستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات.	الدراسة الحالية وهذه الدراسة تشتركان في فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض .
Alam, (2007)	الإفصاح المالي في الدول النامية – التطبيق على بنغلادش	هدفت هذه الدراسة إلى المساهمة في عملية تطوير الإفصاح المالي في الدول النامية في جنوب آسيا	توصلت الدراسة إلى أن المستوى العام للإفصاح الاختياري في بنغلادش هو منخفض، ويعود ذلك للأسباب التالية: ضعف تدريب وتطوير المحاسبين والمدققين، استخدام محاسبين ومدققين من نوعية رديئة، القيود على عمل المحاسبين والمدققين، قلة المعايير الأخلاقية التي تحكم المدققين وضعف الفهم لأهمية الإفصاح.	تشترك الدراسة الحالية مع هذه الدراسة في اعتماد مؤشر للإفصاح الاختياري تم بناؤه ذاتيا لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وبدون إعطاء أوزان لعناصر الإفصاح الاختياري ضمن هذا المؤشر.
Dahawi & Conover, (2007)	الإفصاح المحاسبي في الشركات المدرجة في البورصة المصرية	هدفت هذه الدراسة إلى بيان مدى تقبل المجتمع المحلي وقيمه الثقافية للمعايير الأجنبية	توصلت هذه الدراسة إلى أن مستوى الإفصاح للشركات المصرية المدرجة في البورصة هو بمعدل 61% من المستوى المفروض من قبل الهيئة المنظمة لسوق الأوراق المالية المصرية، كما توصلت إلى أن هناك أسبابا ثقافية يمكنها أن تفسر عدم التزام الشركات بتقديم مستوى الإفصاح المطلوب.	قام الباحث في هذه الدراسة الحالية بمراعاة الفروق الثقافية في البيئات الاقتصادية المختلفة وذلك عند اختيار عناصر الإفصاح الاختياري ضمن مؤشر الإفصاح الاختياري.

البحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
Brown, (2005)	سلوك القطيع في الإفصاح الاختياري	هدفت هذه الدراسة ألى بحث ظاهرة سلوك القطيع في قرارات الإفصاح الاختياري.	كانت أهم النتائج هي أن نزعة الشركة للإفصاح الاختياري عن المصاريف الرأسمالية تتناسب طرديا مع نسبة الشركات التي تفصح عن ذلك ضمن نفس القطاع الذي تعمل فيه، وأن هذه العلاقة الإيجابية هي أقوى في حالات الشركات التي تعمل بتنافسية عالية، أخيرا" فإن النزعة للإفصاح الاختياري تزداد مع ازدياد دقة التنبؤات عند الشركات النظيرة، كما تزداد عند المدراء ذوي السمعة الأقل.	تختلف هذه الدراسة عن الدراسة الحالية في أنها تضع عوامل أخرى غير المنافع الاقتصادية هي ما يحفز الشركات للتوسع في الإفصاح وتقديم مستوى معين من الإفصاح الاختياري.
Botosan, (2005)	أثر مستوى الإفصاح على تكلفة التمويل بالملكية وسيولة السهم في السوق	هدفت هذه الدراسة إلى فحص تأثير الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال المستثمر وعلى سيولة السهم في السوق المالي	توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وسيولة السهم في السوق، كما أن هناك علاقة إيجابية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال المستثمر،	قامت هذه الدراسة بفحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية إلا أنه لم يتم التطرق إلى العلاقة بين مستوى الإفصاح وتكلفة التمويل بالإقتراض، كما تختلف الدراستان في أسلوب قياس مستوى الإفصاح الاختياري.
Al-Razeen &Karbhari, (2004)	التفاعل بين الإفصاح الاختياري والإفصاح الإجباري في التقارير السنوية للشركات السعودية	هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري والإفصاح الإجباري في التقارير السنوية للشركات السعودية	توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الإفصاح الإجباري والإفصاح الاختياري عن العناصر القريبة من عناصر الإفصاح الاختياري، وأن هناك علاقة ضعيفة بين الإفصاح الاختياري عن العناصر البعيدة عن عناصر الإفصاح الإجباري و كل من الإفصاح الإجباري والإفصاح الاختياري عن عناصر قريبة من عناصر الإفصاح الإجباري. وقد عزت هذه الدراسة السبب في ذلك إلى غياب التنسيق بين الأطراف المشتغلين في	تم مراجعة مؤشر الإفصاح الاختياري الذي تم تطبيقة في هذه الدراسة، والاستئناس به عند وضع مؤشر الإفصاح الاختياري في هذه الدراسة الحالية.

إعداد التقارير المالية.

الباحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
Botosan & Plumlee, (2002)	اعادة اختبار مستوى الإفصاح والقيمة المتوقعة لتكلفة التمويل بالملكية	هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين تكلفة التمويل بالملكية من جهة ومستوى الإفصاح في كل من التقارير السنوية والتقارير الآنية وأنشطة العلاقات مع المستثمرين من جهة أخرى.	توصلت الدراسة إلى أن تكلفة التمويل تنخفض مع ازدياد مستوى الإفصاح في التقارير السنوية، كما أن تكلفة التمويل تزداد مع زيادة الإفصاح الآني (وهذا يتناقض مع النظرية)، ويعود السبب في ذلك إلى أن زيادة الإفصاح الآني تؤدي إلى زيادة تذبذب السعر السوقي للسهم، كما لم تجد الدراسة علاقة بين تكلفة التمويل بالملكية ومستوى أنشطة العلاقات مع المستثمرين.	قدمت هذه الدراسة دعما للمشكلة البحثية التي تتمثل في اختبار لعلاقة بين مستوى الإفصاح وتكلفة رأس المال، والتي لا تزال تمثل جدلا يحتاج إلى المزيد من الدراسات والأبحاث.
الحسن، (2009)	الإفصاح الاختياري لدى الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان	هدفت هذه الدراسة إلى قياس مستوى الإفصاح الاختياري في تقارير الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وبيان العوامل المؤثرة على درجة الإفصاح الاختياري في هذه الشركات.	أظهرت هذه الدراسة وجود إفصاح اختياري في الشركات الأردنية المدرجة، كما أظهرت هذه الدراسة وجود علاقة إيجابية بين مستوى الإفصاح الاختياري من جهة وحجم الشركة ونوع القطاع من جهة أخرى، وأنه لا يوجد علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري من جهة وحجم المدقق والرفع المالي وهيكل الملكية من جهة أخرى.	تتميز الدراسة الحالية عن هذه الدراسة في عدة أمور منها، أن الباحثة في هذه الدراسة استخدمت مؤشرا" جاهزا" للإفصاح الاختياري ، كما اقتصر البحث في هذه الدراسة عن عناصر الإفصاح الاختياري في التقارير المالية ولم تتنبه إلى أدوات الإتصال الأخرى
مارق، (2009)	قياس مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة السعودية	هدف هذا البحث إلى قياس كمية ونوعية الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية للشركات المساهمة السعودية	توصلت الدراسة إلى أنه على الرغم من تباين حجم ونوعية الإفصاح بين الشركات موضع الدراسة إلا أن ظاهرة اهتمام الشركات بالإفصاح الاختياري بدت واضحة، وقد كانت المعلومات التاريخية عن الشركة وأهداف الشركة العامة وأهدافها المالية والتسويقية ومهام لجنة المراجعة وعدد أعضائها من البنود الأكثر افصاحا على مستوى الإفصاح.	تتميز الدراسة الحالية عن هذه الدراسة في أن الدراسة الحالية تتناول واحدة من النتائج الاقتصادية للإفصاح الاختياري ألا وهي تكلفة رأس المال.

البحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
عبد الملك، (2008)	قياس دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية	هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على المنهج الملائم الذي يستخدم في وصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم ، إضافة إلى علاقة الحوكمة بكفاءة سوق رأس المال وتحليل ارتباط حوكمة الشركات بالسعر العادل للسهم	توصلت الدراسة إلى النتائج التالية ، إن أهم مباديء الحوكمة التي تؤثر على قدرة السوق على الوصول إلى السعر العادل للسهم هي مبدأ الإفصاح والشفافية، أن الحوكمة هي عامل محدد لقوة العلاقة بين محتوى الإفصاح والسعر العادل للسهم ، كما توصلت الدراسة إلى أن الحوكمة تعمل على تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية .	الدراسة الحالية تقوم باختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري وهو أحد المبادىء التي تقوم عليها حوكمة الشركات ، كما أن السعر السوقي للسهم هو أحد المتغيرات الداخلة في حساب تكلفة رأس المال.
الرزين، (2007)	دراسة ميدانية عن جودة إفصاح التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة السعودية	هدفت هذه الدراسة إلى فحص جودة الإفصاح في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة السعودية	توصلت الدراسة إلى أن هناك اختلاف في مستوى الإفصاح السنوي للشركات السعودية موضوع الدراسة، كما أنه لم تتأثر النتائج في حالة استخدام عناصر إفصاح مرجحة أو غير مرجحة، كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تم تدقيق حساباتها من قبل شركات التدقيق المحلية المستقلة تلتزم بمتطلبات الإفصاح أفضل من الشركات التي تم تدقيق حساباتها من قبل شركات تدقيق مرتبطة بشركات تدقيق دولية، أما نسبة الرفع المالي فقد ارتبطت إيجابيا بمستوى الإفصاح الإجباري بينما حقوق الملكية فإنها ارتبطت إيجابيا بالإفصاح الاختياري، أخيرا لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الإدراج في السوق والعائد على حقوق الملكية ومستوى الإفصاح الإجباري أو الاختياري.	تتميز الدراسة الحالية عن هذه الدراسة بما يلي: أولا اقتصر البحث عن عناصر الإفصاح الاختياري في هذه الدراسة في التقارير المالية السنوية ، ثانيا قامت هذه الدراسة بفحص العوامل المؤثرة في الإفصاح الإجباري و الاختياري ، أما الدراسة الحالية فقد تناولت نتائج الإفصاح الاختياري.
زنداح، (2006)	أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق	هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة	بينت الدراسة حدوث تحسن في علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم والمخاطر النظامية للشركة نتيجة لتطبيق تعليمات الإفصاح، كما	ساهمت هذه الدراسة في دعم الجانب النظري للدراسة الحالية.

	المالية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين	سنة 1998 عن هيئة الأوراق المالية الأردنية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين	توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة له دور هام في تحسين العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للسهم والمخاطر النظامية للشركة.	
البحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
الزبيدي، (2006)	أثر الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية على قرار المستثمرين في بورصة عمان	هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح في التقارير المالية السنوية وبين اعتماد المستثمر في بورصة عمان على المعلومات التي توفرها التقارير المالية السنوية ونجاح هذا القرار الاستثماري كذلك العلاقة بين أهمية البند ودرجة الإفصاح عنه في التقارير المالية السنوية	أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة بين الإفصاح في التقارير المالية وقرار الاستثمار من قبل المستثمرين في سوق عمان المالي، كذلك بينت الدراسة عدم وجود علاقة بين اعتماد المستثمر في سوق عمان المالي على التقارير المالية و نجاح هذا القرار الاستثماري، وأن هناك علاقة بين الأهمية النسبية لبنود القوائم المالية ودرجة الإفصاح عنها .	ساهمت هذه الدراسة في دعم الجانب النظري للدراسة الحالية ، من حيث أهمية الإفصاح المحاسبي الاختياري كمتمم للإفصاح المحاسبي الإجباري والذي تظهر هذه الدراسة أنه غير كاف أو ملائم لاتخاذ القرارات الاستثمارية.
بالحاج، (2006)	العوامل المؤثرة على الإفصاح الاختياري – دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى التحسن في الإفصاح الاختياري ، كذلك فحص تأثير مجموعة من خصائص الشركات على مستوى الإفصاح الاختياري	توصلت الدراسة إلى أنه يوجد تحسن في مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية الصادرة عن الشركات الصناعية الأردنية، كما وجدت أنه يوجد تأثير لكل من حجم الشركة ومستوى النشاط الدولي وملكية المستثمر الأجنبي لأسهم الشركة على مستوى الإفصاح الاختياري، وأنه لا يوجد تأثير لبعض العوامل مثل المنافسة وتكاليف المقاضاة والسمعة والتمويل الخارجي وجودة التدقيق على مستوى الإفصاح الاختياري	تتميز الدراسة الحالية عن هذه الدراسة بما يلي: أولا اقتصر البحث عن عناصر الإفصاح الاختياري في هذه الدراسة في التقارير المالية السنوية ، ثانيا قامت هذه الدراسة بفحص العوامل المؤثرة في الإفصاح الاختياري ، أما الدراسة الحالية فقد تناولت بالدراسة نتائج الإفصاح الاختياري وهو تخفيض تكلفة رأس المال.

البحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
أبو نصار و الذنيبات (2005)	أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدي كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية	هدفت الدراسة إلى التحقق من مدى أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية للعام 1998، وذلك من وجهة نظر المدققين الخارجيين ومعدي البيانات المالية والمستثمرين، كما هدفت هذه الدراسة إلى معرفة وجهة نظر عينة الدراسة حول مدى كفاية هذه التعليمات ومساهمتها في تحسين عملية اتخاذ القرارات من قبل مستخدمي البيانات المالية.	توصلت الدراسة إلى إجماع كل من مدققي ومعدي البيانات والمستثمرين على أهمية البنود التي تتضمنها تعليمات الإفصاح في خدمة مستخدمي القوائم المالية، كما أظهرت النتائج أن تعليمات الإفصاح تساعد في تحسين نوعية وكمية المعلومات المنشورة،أخيرا بينت النتائج عدم وجود فروقات ذات دلالة احصائية بين وجهات نظر المدققين ومعدي البيانات والمستثمرين في تقييم أهمية البنود التي تتضمنها تعليمات الإفصاح.	تتميز الدراسة الحالية عن هذه الدراسة في أنها تبحث في الإفصاح الاختياري وهو غير متضمن في تعليمات الإفصاح الإلزامي . إلا أن كلاهما يهدف إلى تقييم مدى استفادة أصحاب المصالح من معلومات الإفصاح.
أبو المكارم، (2002)	العلاقة المفقودة بين الإفصاح المحاسبي ووظيفتي القياس والإتصال المحاسبي	هدفت هذه الدراسة إلى تأصيل الإفصاح المحاسبي والكشف عن مصادره وعوامل تطول أهدافه ونطاقه ومضمونه ، ثم عرض وتحليل التناقضات والمشكلات التي أسفرت عنها الممارسة العملية نتيجة غموض مفاهيم هذا المصطلح في مجال تنظير المعرفة المحاسبية.	عندما كانت المعرفة المحاسبية تركز على وظيفة القياس المحاسبي كانت المصطلحات السائدة في مجال الإتصال هي نشر أو عرض المعلومات. وبعد تزايد الاهتمام بوظيفة الإتصال مصطلح الإفصاح المحاسبي هو الأكثر شيوعا. توجد ثلاث مفاهيم لمصطلح الإفصاح المحاسبي هو الإفصاح الكافي والعادل والشامل. إن المبادىء المحاسبية المتعارف عليها قاصرة عن توفير الإفصاح الفعال، وأن الإلتزام بهذه المبادىء من قبل الإدارة أو المدقق لا يضمن بالضرورة عدالة القوائم المالية . يمكن استبدال مفاهيم الكفاية والعدالة والشمول	استفاد البحث من هذه الدراسة لدعم الجانب النظري فيما يتعلق بمفاهيم الإفصاح المختلفة.

بمفهوم واحد هو الإفصاح الفعال.

البحث وتاريخ الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	مقارنة الدراسات مع الدراسة الحالية
العيسى (2000)	مستوى الإفصاح عن البنود غير العادية في القوائم المالية	هدفت الدراسة إلى قياس مستوى الإفصاح عن البنود غير العادية في التقارير المالية المنشوررة للشركات المدرجة في بورصة عمان.	توصلت الدراسة إلى إجماع كل من مدققي ومعدي البيانات والمستثمرين على أهمية البنود التي تتضمنها تعليمات الإفصاح في خدمة مستخدمي القوائم المالية، كما أظهرت النتائج أن تعليمات الإفصاح تساعد في تحسين نوعية وكمية المعلومات المنشورة، أخيرا بينت النتائج عدم وجود فروقات ذات دلالة احصائية بين وجهات نظر المدققين ومعدي البيانات والمستثمرين في تقييم أهمية البنود التي تتضمنها تعليمات الإفصاح .	تميزت الدراسة الحالية في مناحي منها ، أسلوب قياس مستوى الإفصاح، المتغيرات الداخلة في الدراسة .

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

يتناول هذا الفصل الطريقة والإجراءات المتمثلةفي منهجية الدراسة وأساليب جمع المعلومات من خلال مؤشر الإفصاح الاختياري♣، الذي تم تطبيقه على الشركات التي استجابت ضمن مجتمع الدراسة (ملحق(10)) وذلك لقياس مستوى الإفصاح الاختياري للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان(ملحق(1)). إضافة إلى المعلومات اللازمة لحساب تكلفة رأس المال والتي تم الحصول عليها من موقع سوق عمان المالى والتقارير السنوية للشركات موضوع الدراسة*.

هذا وقد تمت الإجابة على مؤشر الإفصاح من قبل أفراد متخصصين في مجال المحاسبة ولديهم الخبرة الكافية في الشركات موضوع الدراسة، وبإشراف الباحث كلما كان ذلك ممكنا.

1 - مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة والمتداولة في بورصة عمان لسنة 2009 وعددها 69 شركة ، وذلك من أصل 93 شركة صناعية مدرجة في البورصة حيث أن هناك 24 شركة تم شطبها أوهي قيد التصفية أو موقوفة عن التداول، هذا وقد قام

♣ تبنى الباحث توصيات مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) لسنة 2001 في تصنيف ممارسات الافصاح الاختياري للشركات التي ترغب بتخفيض تكلفة تمويلها الى ستة أبعاد؛ البعد الأول والثاني يتناول البيانات عن العمل وتحليل الادارة للبيانات عن العمل، البعد الثالث المعلومات المستقبلية، البعد الرابع معلومات حول الادارة والمساهمين، البعد الخامس معلومات عن خلفية الشركة، أخيرا معلومات حول الأصول غير الملموسة. كما تبنى الباحث متطلبات الافصاح كما نصت عليه معايير المحاسبة والابلاغ المالي الدولية لعام 2009.

*http://www.ase.com.jo/ar

الباحث بالإتصال مع جميع الشركات المستهدفة في هذه الدراسة ، إلا أن عدد الشركات التي استجابت لم يزد على 39 شركة، بمعني أن نسبة الإستجابة هي 57 % تقريبا علما بأن هناك كشفا تفصيليا بأسماء هذه الشركات التي تم تطبيق الدراسة عليها،ملحق رقم(1).

2 – مصادر جمع المعلومات:

اعتمدت هذه الدراسة على مصدرين رئيسين في جمع المعلومات اللازمة :

2 – 1 المصادر الثانوية

تم الاعتماد على البحوث والدراسات والمؤلفات باللغتين العربية والانجليزية من أجل توضيح المفاهيم الأساسية والخروج بتصميم للدراسة يحقق أهدافها وتكون نتائجها مفيدة للباحثين والمهتمين

2 – 2 المصادر الأولية

2 – 2 – 1 لقياس مستوى الإفصاح الاختياري تم اعتماد استبانة على شكل مؤشر للافصاح الاختياري (ملحق(10)) جرى بناؤه استنادا" الى ما يلي :

1 – تم اعتماد تصنيفات الإفصاح الستة كما صدرت عن لجنة معايير المحاسبة المالية (FASB, 2001) في التقرير الخاص بتطوير وتحسين الإفصاح الإختياري، علما بأن هذه التصنيفات السته هي بيانات عن العمل، تحليل الإدارة للبيانات حول العمل، معلومات مستقبلية، معلومات عن الإدارة والمساهمين، معلومات عن خلفية الشركة، معلومات عن الأصول غير الملموسة.

2 – تم دمج البند الأول والبند الثاني من التصنيفات الستة لكونهما يبحثان مواضيع متقاربة وهي البيانات الخاصة بالعمل وتحليل الإدارة للبيانات الخاصة بالعمل، ومن ثم رغبة

الباحث في التخفيف عن الأشخاص المستجيبين ضمن مجتمع الدراسة وبما لا يضر بالهدف من وراء بناء هذا المؤشر.

3 – تم استعراض عناصر الإفصاح المختلفة الواردة في مؤشرات الإفصاح الإختياري التي أتيح للباحث الوصول إليها ومنها مؤشرات تم استخدامها في دراسات محلية ومؤشرات استخدمت في دراسات تمت في دول عربية وأخيرا مؤشرات استخدمت في دول أجنبية.

4 – تم توزيع عناصر الإفصاح المختلفة تحت التصنيفات الخمسة، وقد تم استثناء عناصر الإفصاح الإختياري التي لا تلائم خصوصية البيئة الأردنية مثل " الإفصاح عن المنتجات التي ستنتهي حماية حقوق براءة الإختراع (Patent) لها، وتأثير ذلك على الإيرادات المتأتية منها "

5 – تمت إضافة أدوات الإتصال مع المستثمرين إلى مؤشر الإفصاح الاختياري وهي: التقرير المالي السنوي، اجتماع الهيئة العامة السنوي، التقارير الدورية(Interim Reports)، التقارير الحالية(Current Reports)، الإنترنت، الصحف، وأخرى غيرها قد يقترحها الشخص المستجيب على مؤشر الإفصاح الاختياري في الشركات موضوع الدراسة، ويرى الباحث أن الهدف من وراء إضافة أدوات الإتصال مع المستثمرين إلى عناصر الإفصاح الإختياري هو أن الشركات قد تتساوى في المعلومات المالية وغير المالية التي تفصح عنها إلا أنه قد تختلف في مستوى استخدامها لأدوات الإتصال مع المستثمرين، مما يؤثر وبشكل مباشر على المستوى الإخباري للمعلومات التي يتم الإفصاح عنها (Informativeness) وبالتالي يؤثر على تقييم مستوى الإفصاح لهذه الشركات ،

ومن ناحية أخرى فإنه من غير الملائم أن نتقيد في تقصينا عن عناصر الإفصاح الاختيارية للشركات بأدوات الاتصال الإجبارية مثل القوائم المالية أو حتى التقرير المالي السنوي، فمن يرغب في الإفصاح عن بعض المعلومات اختياريا فإن بإمكانه عدم التقيد بالشروط والشكل الذي تفرضه القوانين والمعايير المحاسبية.

6 – أخيرا تم تحكيم مؤشر الإفصاح الإختياري الخاص بهذه الدراسة من قبل بعض الأكاديميين في الجامعات الأردنية ممن لديهم الاهتمام في المجال الذي تبحث فيه هذه الدراسة.

2 – 2 – 2 لقياس تكلفة رأس المال، فقد تم الحصول على البيانات اللازمة لقياس كل من تكلفة التمويل بالملكية وتكلفة التمويل بالإقتراض من خلال موقع سوق عمان المالي على الشبكة العنكبوتية، حيث تم الحصول على القوائم المالية لكل الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. بالإضافة إلى أسعار أسهم هذه الشركات ومؤشر سوق عمان المالي للفترة الممتدة بين 2 \ 1 \ 2006 و 1 \ 8 \ 2010.

2 – 2 – 3 بعض التقارير والنشرات الصادرة عن البنك المركزي، وتتعلق هذه التقارير بأذونات الخزينة كأساس لحساب للعائد الخالي من المخاطر.

3 – طريقة حساب المتغيرات:

3 – 1 تم احتساب مستوى الإفصاح الإختياري باستخدام القانون التالي :

مستوى الإفصاح الإختياري = (النقاط التي حصلت عليها الشركة من خلال مؤشر الإفصاح الإختياري المستخدم في الدراسة) ÷ (مجموع النقاط المتاحة في مؤشر الإفصاح الإختياري كاملا)

لقد تم قياس مستوى الإفصاح الاختياري باستخدام طريقتين وهما كما يلي:

الطريقة الأولى: قياس مستوى الإفصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة كل أدوات الإتصال مع المستثمرين المتاحة، و حسب هذه الطريقة فإن الشركات تستطيع أن تفصح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري الـ 86 (حسب المؤشر ملحق(10)) من خلال ست أدوات للإتصال مع المستثمرين كما توجد امكانية لإضافة أي أدوات أخرى لم يتم ذكرها في هذا المؤشر، أي أن الحد الأقصى لعدد النقاط التي يمكن للشركة أن تحصل عليها حسب هذه الطريقة هو 516 نقطة = (86 x 6). وبمعنى أن هذه الطريقة تعطي وزنا للتنوع والتوسع في استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين.

الطريقة الثانية: قياس مستوى الإفصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة أي من الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين، و حسب هذه الطريقة فإن الحد الأقصى لعدد النقاط التي يمكن للشركة أن تحصل عليها هو 86 نقطة ، على اعتبار أنه مجرد قيام الشركة باستخدام أي من أدوات الإتصال مع المستثمرين للإفصاح عن أي عنصر من عناصر الإفصاح

الإختياري فيسجل لها نقطة واحدة ، ولا يؤخذ بعين الاعتبار استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين في الإفصاح عن عناصر الإفصاح الاختياري لأكثر من مرة.

ومن الجدير ذكره أن الطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح هي ما كان متبعا في معظم الدراسات السابقة التي اطلع عليها الباحث، حيث كان يجري التقصي عن عناصر الإفصاح الإختياري أو الإلزامي في أدوات الإتصال مع المستثمرين ضمن التقارير المالية السنوية المنشورة فقط، ثم تعطى علامة واحدة لكل عنصر من عناصر الإفصاح الموجودة في هذه التقارير وعلامة صفر لعناصر الإفصاح غير الموجودة في التقارير. أما في الدراسة الحالية فقد أضاف الباحث أدوات الإتصال مع المستثمرين المتاحه للشركات العاملة في البيئة الأردنية، وبذلك أصبح قياس مستوى الإفصاح الاختياري يعطي مؤشرا هاما على المستوى الإخباري للمعلومات الاختيارية التي تفصح عنها الشركات (Informativeness)، والذي يتضمن حسب (Rikanovic, 2005) أبعادا" تتعدى صدق المعلومة (Credibility) الواجب تقديمها إلى أصحاب المصالح، إلى سهولة وصول المعلومة إليهم (Accessibility).

3 – 2 تم احتساب تكلفة التمويل بالملكية كما يلي:

تكلفة التمويل بالملكية: وهي عبارة عن معدل العائد الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر . أو يمكن أن تعرف بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر المؤسسة على أساسه كل استثمار جديد عملا مجزيا. وهي المعدل الذي يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمون في الشركة.

وقد تم احتساب تكلفة التمويل بالملكية من خلال استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية(CAPM)، إضافة إلى استخدام أحد النماذج التي تندرج تحت نماذج تكلفة رأس المال الضمنية وهو نموذج (Ohlson and Juettner (2000، علما بأن هذا النموذج لا يضع قيودا تتعلق بالفائض الصافي (Clean Surplus[*]) و سياسة توزيع الأرباح (Payout policy) وقد بين (Gode, Mohanram, 2001) أن هذا النموذج المستخدم لقياس تكلفة التمويل بالملكية هو نموذج قوي (Robust). علما بأن هذا المدخل (استخدام طريقتين في حساب تكلفة التمويل بالملكية) قد اقترحه (Ross, Westerfield, Jordan, 2000)، حيث تم تقدير تكلفة التمويل بالملكية من خلال استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، إضافة إلى استخدام نموذج جوردون (Gordon Growth model).

وفيما يلي سيتم عرض كل من النموذجين المستخدمين في هذه الدراسة :

أولا: نموذج (Ohlson and Juettner (2000

$$r_e = (\gamma-1)/2 + \sqrt{((\gamma-1)/2)^2 + eps_1/P_0 \times (g_2 - ((\gamma-1))}$$

حيث:

r_e: معدل العائد المطلوب

[*]Clean surplus relation (CSR) holds from an equity perspective if all accounting gains and losses of a period are included in that peiod's net income. Violations of clean surplus relation (dirty surplus accounting flows) arise when some recognized gains or losses are excluded from net income.

$\gamma = 1+$ (معدل النمو الأبدي للشركة) = المعدل السنوي للنمو الاقتصادي*

$g2 = (eps2 - eps1)/ eps1 =$ (معدل التغير في عائد السهم الواحد)

Po = (2008) سعر السهم في بداية السنة

Eps1 : 2008 عائد السهم الواحد للشركة في سنة

Eps2 : 2009 عائد السهم الواحد للشركة في سنة

P_o eps_1 eps_2

|__________|____________|__________

ثانيا : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

$$Ki = Krf + \beta i\ (Km - Krf)$$

حيث:

Ki: معدل العائد المطلوب

Km : عائد السوق

Krf : العائد الخالي من المخاطر

* تم وضع $\gamma = 3.5$ ، علما بأن هذا الرقم هو متوسط المعدل السنوي للنمو الاقتصادي المتوقع لسنة 2010 حسب تقرير صندوق النقد الدولي في 17\7\2010، هذا ومن الجدير بالذكر أن مدى دقة هذا الرقم سوف لن تؤثر على نتائج هذه الدراسة لأنه رقم ثابت لكل الشركات موضع الدراسة (أنظر إلى النموذج).

العائد الخالي من المخاطر: ويمثل نسبة العائد على أذونات الخزينة الصادرة من البنك المركزي ويبين الجدول رقم (3) التالي ، سعر الفائدة على أذونات الخزينة للفترة من سنة 2006 إلى سنة 2010

الجدول رقم (3).

سعر الفائدة على أذونات الخزينة الصادرة من البنك المركزي

السنة	سعر الفائدة على الأذونات الصادرة عن البنك المركزي
2006	%6.607
2007	%6.180
2008	%5.99
2009	%3.22
2010	%2.522

Bi : مقياس للمخاطر النظامية والتي تعتبر الأساس في احتساب العائد المتوقع على حقوق الملكية ضمن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. ولأجل احتساب قيمة بيتا فقد تم استخدام نموذج السوق والذي تعتمد فيه قيمة بيتا على العلاقة بين معدل العائد على محفظة السوق ومعدل العائد على السهم، بحيث تم تجميع البيانات التارخية للفترة من 2\1\2006 إلى 1\8\2010 ، حيث أخذ العائد بشكل شهري ممثلا عن عائد السهم وكذلك أخذ العائد الشهري للأرقام القياسية التي يصدرها السوق المالي ممثلا عن عائد السوق. وهذا يتوافق مع ما جاء في دراسة (UW, 2008) في أن عدد الأشهر الأمثل الذي يجب أن يدخل

في حساب بيتا β هو 60 شهرا"، حيث إن عدد الأشهر الداخلة في حساب بيتا β في هذه الدراسة هو 55 شهرا" (هو قريب من العدد الأمثل) ، وقد كانت هذه البيانات متاحة على موقع سوق عمان المالي في تاريخ إعداد هذه الدراسة.

هذا ومن الجدير ذكره أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعتبر أداة تحليلية تقوم في ضوء عدة فروض بتحديد معدل العائد المتوقع والمرغوب فيه لأية ورقة مالية عن طريق جعل هذا المعدل مساويا لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، مضافا إليه علاوة مخاطرة، والتي تمثل مخاطرة السوق مرجحا بمعامل المخاطرة النظامية لهذه الورقة. والهدف الرئيس لهذا النموذج هو تحديد العائد المطلوب على السهم أو المحفظة في إطار تحليل عام للعلاقة بين معدلات العائد والمخاطرة. وتشير الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى أن العائد على سهم معين هو اقتران خطي للعائد على على استثمار خال من المخاطر والعائد على جميع الإستثمارات المتاحة في السوق (حداد، 2007).

ويرى الباحث أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالرغم من أهميته وانتشار استخدامه لا يعتبر النموذج الأمثل لقياس تكلفة التمويل بالملكية كونه يعتمد على عامل واحد فقط لتحديد عائد السهم، بالإضافة إلى أن هناك تحفظات تتعلق بكفاءة سوق عمان المالي وهو أحد الافتراضات الرئيسة التي يبنى عليها هذا النموذج. إلا أن انتشار استخدام هذا النموذج واعتماده كنموذج أساسي أو أولي في الكثيرمن الدراسات المحلية وغير المحلية جعل الباحث يتبنى استخدامه جنبا إلى جنب مع نموذج Ohlson and Juettner (2000)

3– 3 تكلفة التمويل بالإقتراض:

يقصد بتكلفة الإقتراض معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين للقبول بإقراض الشركة ويقاس في حالة توافر القوائم المالية كما يلي :

أ – من آخر قائمة دخل يمكن الحصول عليها نقوم باستخراج مصروف الفائدة.

وفي هذه الدراسة الحالية فقد حصل الباحث على مبلغ مصروف الفائدة لكل شركة من خلال قائمة الدخل المتوافرة على موقع سوق عمان المالي لسنة 2009.

ب – من الميزانية العمومية نستطيع الحصول على رصيد الديون والقروض.

في هذه الدراسة الحالية فقد تم الحصول على معدل رصيد الديون والقروض من خلال تطبيق المعادلة التالية :

معدل رصيد المطلوبات خلال العام =

(رصيد المطلوبات أول الفترة (2009\1\1) + رصيد المطلوبات آخر الفترة (2009\12\31)) ÷ 2

ج – نقوم بقسمة البند رقم (أ) على البند رقم (ب).

4 – الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

قام الباحث باستخدام برنامج الرزمة الإحصائية للعلوم الإجتماعية (SPSS) في تحليل البيانات. وبشكل محدد فقد تم استخدام بعض مقاييس النزعة المركزية وبعض مقاييس التشتت، إضافة إلى استخدام معامل الإرتباط بيرسون واختبار t[*] لفحص مدى دلالة العلاقة بين المتغيرين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال عند مستوى معنوية ($\alpha = 0.05$). كما تم استخدام معامل التحديد (R- square) والذي يوضح نسبة التغيرات في المتغير التابع وهو تكلفة رأس المال والتي يمكن تفسيرها عن طريق المتغير المستقل مستوى الإفصاح الاختياري.

هذا ومن الجدير بالذكر أنه ليس من الملائم استخدام تحليل الإنحدار لدراسة العلاقة بين المتغيرات في هذه الدراسة (وبالتالي فإنه لا حاجة لتحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة)، ويعود السبب في ذلك إلى ما يلي:

السبب الأول: أنه ليس من أهداف هذه الدراسة وضع نموذج رياضي يضم متغيرات هذه الدراسة كلها وهي مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض وتكلفة التمويل بالملكية.

السبب الثاني: فيعود إلى أن هناك متغيرات عديدة غير الإفصاح الإختياري تؤثر على تكلفة رأس المال، مما سيجعل معامل الخطأ في معادلة الإنحدار للمتغيرات في هذه الدراسة يظهر بقيمة كبيرة في حالة تطبيق معادلة الانحدار في هذه الدراسة.

---

[*] A t – test for the significance of a correlation coefficient $\{ t = [r \sqrt{(n - 2)}] / \sqrt{(1 - r^2)} \ , \ df = (n - 2) \}$.

الفصل الرابع

عرض ومناقشة النتائج

يتضمن هذا الفصل عرض ومناقشة نتائج الدراسة الميدانية التي استهدفت اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري من جهة وتكلفة التمويل بجزئيها تكلفة التمويل بالملكية وتكلفة التمويل بالإقتراض من جهة أخرى. وقد كان هدف الباحث من خلال الدراسة الميدانية التحقق من قيام الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بتقديم مستوى معين من الإفصاح الاختياري، إضافة إلى التحقق من وجود علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

ولتحقيق هذا الغرض فقد قام الباحث باختبار فرضيات الدراسة وماقشتها كما يلي:

الفرضية الرئيسة الأولى:

تسعى هذه الفرضية الى التعرف على مستوى الإفصاح الإختياري الذي تقدمه الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. ولاختبار ذلك تمت صياغة الفرضية التالية:

H01: لا تقوم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بتقديم مستوى من الإفصاح الإختياري.

تم اختبار هذه الفرضية استنادا" إلى مؤشر الإفصاح الاختياري جرى بناؤه بحيث يتكون من 86 عنصرا من عناصر الإفصاح الاختياري، إضافة إلى 6 من أدوات الإتصال مع المستثمرين، وقد تم تطبيق هذا المؤشر لكل شركة على حده (الملحق (10)).

هذا وقد تم قياس مستوى الإفصاح الاختياري باستخدام طريقتين وهما كما يلي:

الطريقة الأولى: قياس مستوى الإفصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين*.

الطريقة الثانية: قياس مستوى الإفصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة أي من الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين†.

الجدول رقم (4)

ملخص لنتائج الإحصاء الوصفي للمتغير مستوى الإفصاح الإختياري للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

مستوى الإفصاح الإختياري	الوسط الحسابي	الوسيط	الإنحراف المعياري	أدني مشاهدة	أعلى مشاهدة	نتيجة الفرضية
الطريقة الأولى	0.28	0.26	0.12	0.1	0.69	رفض الفرضية
الطريقة الثانية	0.45	o.41	0.19	0.13	0.84	رفض الفرضية

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (2) المرفق بهذه الدراسة.

* حسب هذه الطريقة فإن الشركة تستطيع أن تفصح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري الـ 86 من خلال ستة أدوات للإتصال مع المستثمرين كما توجد امكانية لإضافة أي أدوات أخرى لم يتم ذكرها في هذا المؤشر، أي أن الحد الأقصى لعدد النقاط التي يمكن للشركة أن تحصل عليها حسب هذه الطريقة هو 516 نقطة = (6 x86).

† حسب هذه الطريقة فإن الحد الأقصى لعدد النقاط التي يمكن للشركة أن تحصل عليها هو 86 نقطة ، على اعتبار أنه مجرد قيام الشركة باستخدام أي من أدوات الإتصال مع المستثمرين للإفصاح عن أي عنصر من عناصر الإفصاح الإختياري فيسجل لها نقطة واحدة ، ولا يؤخذ بعين الاعتبار استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين في الإفصاح عن عناصر الإفصاح الاختياري للأكثر من مرة.

يبين الجدول رقم (4) نتائج الأحصاء الوصفي للمتغيـر مـستوى الإفـصاح الإختيـاري للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث تبين النتائج أن الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان تقدم مستوى من الإفصاح الإختياري (رفض الفرضية)، وقـد كان معدل مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات هو 28 % إذا ما تـم قيـاس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى وهي قياس مستوى الإفصاح الاختياري علـى اعتبار أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح عن كل عنـصر مـن عناصـر الإفـصاح الاختياري مستخدمة كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين. أما في حالة اسـتخدام الطريقة الثانية وهي قياس مستوى الإفصاح الاختياري على اعتبار أن الـشركات تقـوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختيـاري مـستخدمة أي مـن الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين فقد كان معدل مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمـه الشركات هو 45 % . كذلك فإن مستوى الإفصاح الاختياري الذي يقـع فـي منتـصف البيانات لكل من الطريقتين فهو 26% و 41 % على التـوالي. أمـا معـدل انحـراف المشاهدات عن معدلها فقد كان 12 % و 19% لكل من الطريقتين على التوالي. وقـد كان أدنى مستوى للإفصاح الاختياري هو 10% للطريقة الأولى و13% للطريقة الثانيـة. أما أعلى مستوى للإفصاح الاختياري فقد كان 69 % للطريقة الأولى و 84% للطريقـة الثانية.

الجدول رقم (5)

ملخص لنتائج الإحصاء الوصفي للمتغير مستوى الإفصاح الإختياري لكل بعد من أبعاد الإفصاح الاختياري مقاسا بالطريقة الأولى والطريقة الثانية، للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

أبعاد الإفصاح الاختياري	الوسط الحسابي\ الطريقة الأولى	الوسط الحسابي\ الطريقة الثانية	الإنحراف المعياري\ الطريقة الأولى	الإنحراف المعياري\ الطريقة الثانية
البعد الأول والثاني	0.29	0.46	0.14	0.19
البعد الثالث	0.27	0.43	0.11	0.20
البعد الرابع	0.31	0.49	0.14	0.19
البعد الخامس	0.27	0.44	0.15	0.20
البعد السادس	0.28	0.45	0.15	0.22

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (5) والملحق رقم (6) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (5) نتائج الأحصاء الوصفي للمتغير مستوى الإفصاح الإختياري **لكل بعد من أبعاد الإفصاح الاختياري**، للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث ستتم مناقشة النتائج لكل بعد من أبعاد الإفصاح الاختياري كل على حده:

أولا: البعد الأول والثاني واللذان يتناولان الإفصاح الاختياري عن بيانات تتعلق بالعمل وتحليل الإدارة لهذه البيانات. كان متوسط إفصاح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان عن هذا البعد هو 29 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى ، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية فقد كان معدل مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه

الشركات هو 46 %، ويستدل من الفرق الكبير بين النسبتين أن الشركات الصناعية الأردنية لا تعطي قدرا كافيا من الاهتمام بتنويع استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين.

أما ما يتعلق بتشتت البيانات فقد كان الإنحراف المعياري هو 14 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية فقد كان الإنحراف المعياري هو 19 % .

ثانيا: البعد الثالث ويتناول الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية. كان متوسط إفصاح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان عن هذا البعد هو 27 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية فقد كان معدل مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات هو 43 %، ونرى هنا كذلك الفرق الواضح في قياس مستوى الإفصاح الاختياري لصالح الطريقة الثانية وهو ما يعزوه الباحث إلى انخفاض استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين.

أما ما يتعلق بتشتت البيانات فقد كان الإنحراف المعياري هو 11 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية فقد كان الإنحراف المعياري هو 20 % .

ثالثا: البعد الرابع ويتناول الإفصاح الاختياري عن معلومات تتعلق بالإدارة والمساهمين. كان متوسط إفصاح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان عن هذا البعد من أبعاد الإفصاح الاختياري هو 31 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية فقد كان معدل مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات هو 49 %، ويستدل من ذلك على ضعف الاهتمام بالتنويع في استخدام أدوات

الإتصال مع المستثمرين، كما أن حصول هذا البعد على أعلى مستوى للأفصاح من بين أبعاد الإفصاح الأخرى يمكن أن يعزى إلى أن الإفصاح عن معلومات تتعلق بالإدارة والمساهمين هي أقرب ما تكون إلى الإفصاح الإلزامي.

أما ما يتعلق بتشتت البيانات فقد كان الإنحراف المعياري هو 14 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى ، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية وهي فقد كان الإنحراف المعياري هو 19 % .

رابعا: البعد الخامس ويتناول الإفصاح الاختياري عن معلومات حول خلفية الشركة واستراتيجياتها الهامة. كان متوسط إفصاح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان عن هذا البعد من أبعاد الإفصاح الاختياري هو 27 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية فقد كان معدل مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات هو 44 %، ويستدل من ذلك على ضعف اهتمام الشركات بتنويع استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين.

أما ما يتعلق بتشتت البيانات فقد كان الإنحراف المعياري هو 15 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية فقد كان الإنحراف المعياري هو 20 % .

خامسا: البعد السادس ويتناول الإفصاح الإختياري عن معلومات تتعلق بالأصول غير الملموسة. كان متوسط إفصاح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان عن هذا البعد من أبعاد الإفصاح الاختياري هو 28 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى، أما في حالة استخدام الطريقة الثانية فقد كان معدل مستوى الإفصاح

الاختياري الذي تقدمه الشركات هو 45 %، أما ما يتعلق بتــشتت البيانـــات فقــد كـــان الإنحراف المعياري هو 15 % إذا ما تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام الطريقة الأولى، فقد كان الإنحراف المعياري هو 22 % ، ويستدل من حصول البعد السادس على أعلـــى قيمة للانحراف المعياري أن الشركات الصناعية الأردنية تتباين فـــي تقـــديرها لأهميـــة الإفصاح الاختياري عن الأصول غير الملموسة أكثر من تباينها في مستوى الإفصاح عن باقي أبعاد الأفصاح الاختياري.

الفرضية الرئيسة الثانية:

تسعى هذه الفرضية الى التعرف على العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

ولاختبار ذلك تمت صياغة الفرضية الرئيسة التالية:

H02: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

لقد تم قياس مستوى الإفصاح الاختياري باستخدام طريقتين وهما كما يلي:

الطريقة الأولى: قياس مستوى الإفصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين.

الطريقة الثانية: قياس مستوى الإفصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة أي من الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين.

كما تم قياس تكلفة التمويل بالملكية باستخدام طريقتين وهما كما يلي:

الطريقة الأولى : قياس تكلفة التمويل بالملكية باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).

الطريقة الثانية : قياس تكلفة التمويل بالملكية باستخدام نموذج Ohlson and Juettner (2000) وهو أحد النماذج التي تندرج تحت مجموعة النماذج التي يطلق عليها إسم نماذج تكلفة رأس المال الضمنية (Implied Cost of Capital Models).

كما تم إيجاد الوسط الحسابي لكل من الطريقتين السابقتين وذلك حسب المدخل الذي تبناه (Ross, Westerfield, Jordan, 2000).

وأخيرا فإنه للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، **وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجداول أدناه لكل الحالات المحتملة :**

جدول رقم (6)

الإرتباط الخطي واختبار t لبحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري (حسب الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالملكية (حسب نموذج CAPM).

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية	-o.17	0.029	1.05	37	2.0273	قبول

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (3) المرفق بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (6) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين وتكلفة التمويل بالملكية (محسوبة بطريقة CAPM). وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.17 وهي علاقة عكسية ويؤثر الإفصاح بقيمة 2.9 % إلا أن هذا التاثير لا يعتبر دالا من الناحية الإحصائية وذلك لان قيمة t المحسوبة (1.05) هي أقل من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05).

استنادا" إلى ما سبق يتم قبول فرضية الدراسة وهي الفرضية الصفرية اي يتم رفض الفرضية البديلة

جدول رقم (7)

الإرتباط الخطي واختبار t لبحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري (حسب الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالملكية (حسب نموذج Ohlson and Juettner (2000)).

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية	-0.303	0.092	1.94	37	2.0273	قبول

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (3) المرفق بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (7) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين وتكلفة التمويل بالملكية (محسوبة بطريقة (Ohlson and Juettner (2000). وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.303 وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 9.2% إلا أن هذا التأثير لا يعتبردالا من الناحية الإحصائية حيث إن قيمة t المحسوبة (1.94) أقل من قيمة قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05).

استنادا إلى ما سبق يتم قبول فرضية الدراسة وهي الفرضية الصفرية اي يتم رفض الفرضية البديلة.

جدول رقم (8)

الإرتباط الخطي واختبار t لبحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري (حسب الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالملكية(متوسط Ohlson and Juettner (2000) و CAPM).

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية	-0.237	0.056	1.48	37	2.0273	قبول

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (3) المرفق بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (8) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين وتكلفة التمويل بالملكية (متوسط Ohlson and Juettner (2000) و CAPM). وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.237 وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 5.6% الا ان هذا التاثير لا يعتبر دالا من الناحية الإحصائية وذلك لأن قيمة t المحسوبة (1.48) هي أقل من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05).

استنادا" إلى ما سبق يتم قبول فرضية الدراسة وهي الفرضية الصفرية اي يتم رفض الفرضية البديلة

جدول رقم (9)

الإرتباط الخطي واختبار t لبحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري (حسب الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالملكية (محسوبة بطريقة CAPM).

نتيجة الفرضية	T(tabulated)	df	T(calculated)	R^2	r	المتغيرات
قبول	2.0273	37	0.757	0.015	-0.124	مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (4) المرفق بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (9) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة أي من الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين وتكلفة التمويل بالملكية (محسوبة بطريقة CAPM). وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.124 وهي علاقة عكسية، ولا تعتبر

هذه العلاقة دالة من الناحية الإحصائية وذلك لأن قيمة t المحسوبة (0.757) هي أقل من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05).

استنادا" إلى ما سبق يتم قبول فرضية الدراسة وهي الفرضية الصفرية اي يتم رفض الفرضية البديلة.

جدول رقم (10)

الإرتباط الخطي واختبار t لبحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري (حسب الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالملكية (محسوبة بطريقة (Ohlson and Juettner (2000).

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية	-0.393	0.154	2.6	37	2.0273	رفض

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (4) المرفق بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (10) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة أي من الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين وتكلفة التمويل بالملكية (محسوبة بطريقة (Ohlson and Juettner (2000). وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.393 وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 15.4 % ويعتبر هذا التأثير دالا من الناحية الإحصائية حيث إن قيمة t المحسوبة (2.6) هي أكبر من قيمة قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)، وتعد نسبة التاثير هذه مرتفعة في ظل وجود عوامل اخرى قد تؤثر في التمويل بالملكية عند احتسابها بطريقة Ohlson and Juettner (2000). وكذلك تبين وجود علاقة خطية بين المتغيرين. استنادا" إلى ما سبق يتم رفض فرضية الدراسة وهي الفرضية الصفرية اي يتم قبول الفرضية البديلة.

جدول رقم (11)

الإرتباط الخطي واختبار t لبحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري (حسب الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالملكية (متوسط Ohlson and Juettner (2000) و CAPM).

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية	-0.207	0.043	1.29	37	2.0273	قبول

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (4) المرفق بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (11) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة أي من الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين وتكلفة التمويل بالملكية (متوسط Ohlson and Juettner (2000) و CAPM). وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.207 وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 4.3 % الا ان هذا التاثير لا يعتبر دالا من الناحية الاحصائية وذلك لان قيمة t المحسوبة (1.29) هي أقل من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05).

وبهذه النتيجة يتم قبول فرضية الدراسة وهي الفرضية الصفرية اي يتم رفض الفرضية البديلة.

الفرضيات الفرعية للفرضية الثانية :لاختبار هذه الفرضيات الفرعية سيتم اعتماد **الطريقة الأولى والثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري**، كما سيتم اعتماد نموذج Ohlson and Juettner (2000) لقياس تكلفة التمويل بالملكية، بسبب أن هناك العديد من الدراسات قد بينت أن هذا النموذج قوي (Robust) ومنها (Gode, Mohanram, 2001) إضافة إلى أن هذا النموذج قد أعطى نتائج أكثر قوة من في دعم الفرضيات التي قامت عليها هذه الدراسة وذلك بالمقارنة مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

2 – 1 الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن بيانات العمل وتحليل الإدارة لبيانات العمل من جهة وتكلفة التمويل بالملكية من جهة أخرى.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (12)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن بيانات العمل وتحليل الإدارة لبيانات العمل (البعد الأول والثاني) وتكلفة التمويل بالملكية (نموذج Ohlson and Juettner (2000)) .

نتيجة الفرضية	T(tabulated)	df	T(calculated)	R^2	r	المتغيرات
قبول	2.0273	37	1.27	0.04	- 0.20	مستوى الإفصاح البعد الأول والثاني (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالملكية
رفض	2.0273	37	2.22	0.12	- 0.34	مستوى الإفصاح البعد الأول والثاني (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالملكية

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (5) والملحق رقم (6) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (12) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن بيانات العمل وتحليل الإدارة لبيانات العمل حسب الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى

الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية حسب نموذج حوتنر. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.20 و 0.34 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 4% و 12% وليس لهذا التأثير دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الأولى لقياس مستوى الإفصاح (قيمة t المحسوبة (1.27) هي أقل من قيمة t الجدولية(2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05))، أما عند استخدام الطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري فيعتبر التأثير ذا دلالة إحصائية (قيمة t المحسوبة (2.22) هي أكبر من قيمة t الجدولية(2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)).

2 – 2 الفرضية الفرعية الثانية للفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن المعلومات المستقبلية وتكلفة التمويل بالملكية.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (13)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري عن المعلومات المستقبلية (البعد الثالث) وتكلفة التمويل بالملكية (نموذج (Ohlson and Juettner (2000).

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح البعد الثالث (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالملكية	-0.322	0.104	2.074	37	2.0273	رفض
مستوى الإفصاح البعد الثالث (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالملكية	-0.43	0.188	2.93	37	2.0273	رفض

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (5) والملحق رقم (6) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (13) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية حسب الطريقة الأولى والثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل

بالملكية حسب نموذج (2000) Ohlson and Juettner. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.322 ، 0.43 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 10.4 % و 18.8% ويعتبر هذا التاثير دالا من الناحية الاحصائية لكل من الطريقتين الأولى والثانية.

2 – 3 الفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الإدارة والمساهمين من جهة وتكلفة التمويل بالملكية من جهة أخرى.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (14)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الإدارة والمساهمين من جهة (البعد الرابع) وتكلفة التمويل بالملكية (نموذج (2000) Ohlson and Juettner) من جهة أخرى.

نتيجة الفرضية	T(tabulated)	df	T(calculated)	R^2	r	المتغيرات
رفض	2.0273	37	2.065	0.103	-0.321	مستوى الإفصاح البعد الرابع (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالملكية
قبول	2.0273	37	1.856	0.085	-0.29	مستوى الإفصاح البعد الرابع (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالملكية

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (5) الملحق رقم (6) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (14) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن معلومات حول الإدارة والمساهمين حسب الطريقة الأولى والثانية لقياس مستوى الإفصاح من جهة وتكلفة التمويل بالملكية حسب نموذج (2000) Ohlson and Juettner من جهة أخرى.

وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.321 و 0.29 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 10.3 % في حالة استخدام الطريقة الأولى لقياس مستوى الإفصاح ويعتبر هذا التاثير دالا من الناحية الاحصائية (قيمة t المحسوبة (2.065) هي أكبر من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05))، أما عند استخدام الطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري فإن تأثير الإفصاح يكون 8.5% وليس لهذا التأثير دلالة إحصائية (قيمة t المحسوبة (1.856) هي أصغرمن قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)).

2 – 4 الفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول خلفية الشركة وتكلفة التمويل بالملكية.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (15)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول خلفية الشركة واستراتيجياتها (البعد الخامس) وتكلفة التمويل بالملكية (نموذج Ohlson and Juettner (2000)).

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح البعد الخامس (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالملكية	-0.329	0.108	2.12	37	2.0273	رفض
مستوى الإفصاح البعد الخامس (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالملكية	-0.38	0.147	2.53	37	2.0273	رفض

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (5) والملحق رقم (6) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (15) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن معلومات حول خلفية الشركة واستراتيجياتها حسب الطريقة الأولى والثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية حسب نموذج Ohlson and Juettner (2000). وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.329 ، 0.38 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 10.8 % و 14.7% ويعتبر هذا التاثير دالا من الناحية الاحصائية لكل من الطريقتين الأولى والثانية.

2 – 5 الفرضية الفرعية الخامسة للفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الأصول غير الملموسة وتكلفة التمويل بالملكية.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (16)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن الأصول غير الملموسة (البعد السادس) وتكلفة التمويل بالملكية (نموذج Ohlson and Juettner (2000)).

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح البعد السادس (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالملكية	-0.12	0.014	0.71	37	2.0273	قبول
مستوى الإفصاح البعد السادس (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالملكية	-0.32	0.102	2.05	37	2.0273	رفض

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (5) والملحق رقم (6) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (16) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن الأصول غير الملموسة حسب الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية حسب نموذج حوتتر. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.12 و 0.32 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 1.4% و 10.2% وليس لهذا التأثير دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الأولى لقياس مستوى الإفصاح (قيمة t المحسوبة (0.71) هي أقل من قيمة t الجدولية(2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05))، أما عند استخدام الطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري فيعتبر التأثير ذا دلالة إحصائية (قيمة t المحسوبة (2.05) هي أكبر من قيمة t الجدولية(2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)).

الفرضية الرئيسية الثالثة:

تسعى هذه الفرضية الى التعرف على العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

ولاختبار ذلك تمت صياغة الفرضية الرئيسة التالية:

H03: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

تم قياس تكلفة التمويل بالإقتراض من خلال نسبة مصروف الفائدة (ونحصل عليه من قائمة الدخل) إلى معدل رصيد الديون والقروض (ونحصل عليه من الميزانية العمومية)*.

جدول رقم (17)

الإرتباط الخطي واختبار t لبحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري (حسب الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالإقتراض.

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.172	0.03	1.06	37	2.0273	قبول

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (7) المرفق بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (17) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين وتكلفة التمويل بالإقتراض. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.172 وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 3 %

* راجع الفصل الثالث (الطريقة والإجراءات) .

الا ان هذا التاثير لا يعتبر دالا من الناحية الإحصائية وذلك لأن قيمة t المحسوبة (1.06) هي أقل من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05).

استنادا إلى ما سبق يتم قبول فرضية الدراسة وهي الفرضية الصفرية اي يتم رفض الفرضية البديلة.

جدول رقم (18)

الإرتباط الخطي واختبار t لبحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري (حسب الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالإقتراض.

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.349	0.122	2.268	37	2.0273	رفض

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (7) المرفق بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (18) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري على اعتبار أن الشركات تقوم بالإفصاح عن كل عنصر من عناصر الإفصاح الاختياري مستخدمة أي من الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين وتكلفة التمويل بالإقتراض. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.349 وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 12.2 % ويعتبر هذا التأثير دالا من الناحية الإحصائية حيث إن قيمة t المحسوبة (2.268) أكبر من قيمة قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05).

استنادا" إلى ما سبق يتم رفض فرضية الدراسة وهي الفرضية الصفرية اي يتم قبول الفرضية البديلة.

الفرضيات الفرعية للفرضية الثالثة :

لاختبار هذه الفرضيات الفرعية سيتم اعتماد الطريقة **الأولى والثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري، أما تكلفة التمويل بالإقتراض فقد تم اعتماد نفس الأسلوب السابق وهو نسبة مصروف الفائدة إلى معدل رصيد الديون والقروض.**

3 – 1 الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن بيانات العمل وتحليل الإدارة لبيانات العمل من جهة وتكلفة التمويل بالإقتراض من جهة أخرى.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه :

جدول رقم (19)

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن بيانات العمل وتحليل الإدارة لبيانات العمل (البعد الأول والثاني) وتكلفة التمويل بالإقتراض.

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح البعد الأول والثاني (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.09	0.008	0.54	37	2.0273	قبول
مستوى الإفصاح البعد الأول والثاني (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.31	0.099	2.01	37	2.0273	قبول

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (8) والملحق رقم (9) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (19) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن بيانات العمل وتحليل الإدارة لبيانات العمل حسب الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.09 و0.31 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 0.8 % و 9.9%

وليس لهذا التأثير دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح (قيمة t المحسوبة هي على التوالي (0.54) و (2.01) لكل من طريقتي القياس وهي أقل من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)).

3 – 2 الفرضية الفرعية الثانية للفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن المعلومات المستقبلية وتكلفة التمويل بالإقتراض.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (20)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري عن المعلومات المستقبلية (البعد الثالث) وتكلفة التمويل بالإقتراض.

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح البعد الثالث (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.128	0.016	0.787	37	2.0273	قبول
مستوى الإفصاح البعد الثالث (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.30	0.090	1.918	37	2.0273	قبول

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (8) والملحق رقم (9) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (20) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية حسب الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.128 و0.30 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 1.6% و 9.0% وليس لهذا التأثير دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح (قيمة t

المحسوبة هي على التوالي (0.787) و (1.918) لكل من طريقتي القياس وهي أقل من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)).

3 – 3 الفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الإدارة والمساهمين من جهة وتكلفة التمويل بالإقتراض من جهة أخرى.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (21)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الإدارة والمساهمين (البعد الرابع) وتكلفة التمويل بالإقتراض.

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح البعد الرابع (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.156	0.024	0.961	37	2.0273	قبول
مستوى الإفصاح البعد الرابع (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.29	0.084	1.846	37	2.0273	قبول

* المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (8) والملحق رقم (9) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (21) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن معلومات حول الإدارة والمساهمين حسب الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.156 و0.29 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 2.4% و 8.4% وليس لهذا التأثير دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى

الإفصاح (قيمة t المحسوبة هي على التوالي (0.961) و (1.846) لكل من طريقتي القياس وهي أقل من قيمة t الجدولية (2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)).

3 – 4 الفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول خلفية الشركة واستراتيجياتها وتكلفة التمويل بالإقتراض.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (22)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول خلفية الشركة واستراتيجياتها (البعد الخامس) وتكلفة التمويل بالإقتراض.

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح البعد الخامس (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.233	0.054	1.46	37	2.0273	قبول
مستوى الإفصاح البعد الخامس (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.37	0.134	2.39	37	2.0273	رفض

. المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (8) والملحق رقم (9) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (22) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن معلومات حول خلفية الشركة واستراتيجياتها حسب الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.233 و 0.37 على التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 5.4% و 13.4% وليس لهذا التأثير دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الأولى لقياس مستوى

الإفصاح (قيمة t المحسوبة (1.46) هي أقل من قيمة t الجدولية(2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05))، أما عند استخدام الطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري فيعتبر التأثير ذا دلالة إحصائية (قيمة t المحسوبة (2.39) هي أكبر من قيمة t الجدولية(2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)).

3 – 5 الفرضية الفرعية الخامسة للفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإختياري عن معلومات حول الأصول غير الملموسة وتكلفة التمويل بالملكية.

و للتحقق من هذه الفرضية فقد استخدم الباحث نموذج بيرسون للإرتباط الخطي إضافة إلى اختبار t لفحص مستوى معنوية العلاقة بين المتغيرين، وقد تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أدناه : **جدول رقم (23)**

تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن الأصول غير الملموسة (البعد السادس) وتكلفة التمويل بالإقتراض.

المتغيرات	r	R^2	T(calculated)	df	T(tabulated)	نتيجة الفرضية
مستوى الإفصاح البعد السادس (الطريقة الأولى) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.16	0.026	0.97	37	2.0273	قبول
مستوى الإفصاح البعد السادس (الطريقة الثانية) وتكلفة التمويل بالإقتراض	-0.48	0.226	3.29	37	2.0273	رفض

المعلومات في هذا الجدول تم استقاؤها من الملحق رقم (8) والملحق رقم (9) المرفقان بهذه الدراسة.

يبين الجدول رقم (23) نتائج بحث العلاقة بين مستوى الافصاح الاختياري عن الأصول غير الملموسة حسب الطريقة الأولى والطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض. وقد بلغت قيمة العلاقة بين المتغيرين 0.16 و 0.48 على

التوالي وهي علاقة عكسية ويؤثر الافصاح بقيمة 2.6% و 22.6% وليس لهذا التأثير دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الأولى لقياس مستوى الإفصاح (قيمة t المحسوبة (0.97) هي أقل من قيمة t الجدولية(2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05) ، أما عند استخدام الطريقة الثانية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري فيعتبر التأثير ذا دلالة إحصائية (قيمة t المحسوبة (3.29) هي أكبر من قيمة t الجدولية(2.0273) عند مستوى معنوية (α=0.05)).

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

أولا النتائج:

توصل الباحث الى النتائج التالية:

1. تقدم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان مستوى معينا من الإفصاح الاختياري، وقد بينت النتائج أن معدل مستوى الإفصاح الإختياري للشركات الصناعية محل الدراسة هو 28 % إذا ما أخذت أدوات الإتصال مع المستثمرين بعين الاعتبار، و 45 % إذا أخذت أي من أدوات الإتصال مع المستثمرين بعين الاعتبار عند حساب مستوى الإفصاح الاختياري. والاستنتاج هنا أن هذه النتيجة تنسجم مع ما جاءت به بعض الدراسات السابقة من أن الشركات تذهب إلى ما بعد المتطلبات القانونية للإفصاح وذلك لتحقيق أهداف اقتصادية هامة ومنها تخفيض تكلفة رأس المال.

2. أظهرت الدراسة أن هناك فرقا كبيرا في قياس مستوى الإفصاح الاختياري وذلك تبعا لطريقة قياسة* ، فقد كان المتوسط الحسابي لمستوي الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات إذا ما أخذت كل أدوات الإتصال مع المستثمرين بعين الاعتبار هو (28 %) ، أما في حالة قياس مستوى الإفصاح الاختياري على اعتبار أن

---

* يمكن مراجعة طريقة حساب مستوى الإفصاح الاختياري في الفصل الثالث – طريقة حساب المتغيرات.

الإفصاح يتم باستخدام أي من الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين فإن متوسط مستوى الإفصاح الاختياري هو (45 %). والاستنتاج هنا أن الشركات الصناعية الأردنية لا تظهر قدرا" مناسبا من الإهتمام بتنويع استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين وما يصاحبة من منافع اقتصادية، حيث تتفاوت هذه الأدوات فيما بينها في مستوى ثرائها (كمية المعلومات التي يمكن لأداة الإتصال مع المستثمرين أن تنقلها) ، أو أن هذه الشركات لا ترغب في تحمل التكاليف الإضافية اللازمة في حالة تنويع استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين*.

3. تظهر النتائج أن هناك تباينا كبيرا في مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وقد تراوح ذلك بين 10% و80 % تقريبا. والاستنتاج هنا أنه توجد هناك حاجة إلى ترسيخ ثقافة عامة تتعلق بالتوسع في الإفصاح من خلال تقديم مستوى معين من الإفصاح الاختياري وما يصاحب ذلك من منافع اقتصادية.†

4. أظهرت النتائج التي تتناول مستوى الإفصاح الاختياري لكل بعد من أبعاد الإفصاح الاختياري الستة، أن الشركات الصناعية الأردنية تقوم بالإفصاح عن معلومات تتعلق بالإدارة والمساهمين (البعد الرابع) بمعدل أعلى من الإفصاح عن باقي أبعاد

* حسب الدراسة الحالية فإن أكثر أدوات الإتصال استخداما في الإفصاح عن عناصر الإفصاح الاختياري هو التقرير المالي السنوي، يليه التقارير الحالية، ثم التقارير الدورية، ثم الإفصاح من خلال هيئة الأوراق المالية، ثم تقديم المعلومات من خلال الصحف والإنترنت.

† تم استقاء هذه المعلومات من الملحق رقم (2).

الإفصاح الاختياري المطبقة في الدراسة الحالية، ويعزو الباحث ذلك إلى أن هـذا البعد هو الأقرب من بين أبعاد الإفصاح الاختياري الستة إلى الإفصاح الإلزامي.

5. أظهرت الدراسة الميدانية وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفـصاح الاختيـاري وتكلفة التمويل بالملكية وفي كل الحالات (أي إذا ما تم استخدام أية طريقة مـن طرق قياس مستوى الإفصاح الاختياري أو أية طريقة من طـرق قيـاس تكلفـة التمويل بالملكية)، وهذا يتطابق مع الإفتراض النظري الذي تقوم عليه هذه الدراسة ، إلا أن النتائج بينت أن قوة العلاقة العكسية بين متغيرات الدراسة تتأثر بطريقـة قياس متغيرات الدراسة، ويعزو الباحث ذلك إلى الإفتراضات الكثيرة التي يبنـى عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) والتي لا تتوافر فـي سـوق عمان للأوراق المالية، مما يجعل استخدامه لقياس تكلفة رأس المـال فـي البيئـة الأردنية يتم بحذر، أما بالنسبة لنمـوذج Ohlson and Juettner (2000) فقـد كانت النتائج لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (α=0.05).

6. أظهرت النتائج أن هناك علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري لكل أبعاد الإفصاح الاختياري الستة وتكلفة التمويل بالملكية. والاستنتاج الذي يمكن أن يضعه الباحث هنا هو أن نتائج الدراسة الحالية تؤيد ما جاءت به بعض الدراسات السابقة، حيث تراوحت نتائجها عند فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية بين العلاقة العكسية القوية (ذات الدلالـة الإحـصائية) والعلاقـة العكسية الضعيفة (ليس لها دلالة إحصائية).

7. أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية للبعدين اللذين يتناولان الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، والإفصاح عن معلومات حول خلفية الشركة واستراتيجياتها الهامة. والاستنتاج هنا أن هذه النتيجة تنسجم مع النظريات المبنية على أساس أن تقييم المستثمرين للمشاريع المختلفة أو الشركات يعتمد كثيرا على المعلومات المستقبلية التي يستطيعون الحصول عليها، كما أن الإفصاح عن معلومات تتعلق بخلفية الشركة والاستراتيجيات المستقبلية التي تتبناها إنما هي بطريقة أو بأخرى تعبر عن النهج المستقبلي لإدارة الشركة، ويصب ذلك في وعاء المعلومات التي يستخدمها أصحاب المصالح في تقييم الشركات.

8. أظهرت الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين إفصاح الشركات عن بيانات تتعلق بالعمل وتحليل الإدارة لهذه البيانات والمعلومات حول الإدارة والمساهمين والمعلومات التي تقدمها الشركات حول أصولها غير الملموسة من جهة وتكلفة التمويل بالملكية من جهة أخرى، إلا أن هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية إذا ما أخذت طريقتا قياس مستوى الإفصاح الاختياري بعين الاعتبار وفي آن واحد وعند مستوى معنوية (α=0.05). والاستنتاج الذي يمكن أن يضعة الباحث هنا أن المستثمرين لا يعيرون اهتماما لإفصاح الشركات عن هذه البنود من ضمن بنود الإفصاح الاختياري، أو أن هناك غيابا في التنسيق بين الأطراف المشتغلين في إعداد وتوصيل المعلومات والبيانات المالية وغير المالية إلى أصحاب المصالح.

9. أظهرت الدراسة أن العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض كانت وفي كل الحالات عكسية وهذا يتطابق مع الإفتراض النظري الذي تقوم عليه هذه الدراسة ، إلا أن النتائج بينت أن قوة العلاقة العكسية بين متغيرات الدراسة تتأثر بطريقة قياس مستوى الإفصاح الإختياري*، فقد كانت العلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الثانية في قياس مستوي الإفصاح الاختياري وقد كانت العلاقة عكسية ولكن ليست ذات دلالة إحصائية في حالة استخدام الطريقة الأولى لقياس مستوى الإفصاح الاختياري. أما الاستنتاج الذي يمكن أن يضعه الباحث فهو أن هذه النتيجة تتوافق مع ما جاء في الدراسات السابقة حيث تراوحت نتائجها بين العلاقة العكسية الضعيفة وعدم وجود علاقة بين هذين المتغيرين.

10. أظهرت الدراسة عند تحليل الإفصاح الاختياري إلى أبعاده الستة أن هناك علاقة عكسية تربط كل أبعاد الإفصاح الاختياري مع تكلفة التمويل بالإقتراض، إلا أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية لكل أبعاد الإفصاح الاختياري إذا ما أخذت طريقتا قياس مستوى الإفصاح الاختياري بعين الاعتبار وفي آن واحد . أما الاستنتاج الذي يمكن أن يضعه الباحث فهو أن هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة من أن العلاقة بين مستوي الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض كانت تتراوح بين العلاقة العكسية الضعيفة وعدم وجود العلاقة بين هذين المتغيرين.

* يمكن مراجعة طريقة حساب مستوى الإفصاح الاختياري في الفصل الثالث – طريقة حساب المتغيرات.

ثانيا التوصيات:

1. ضرورة الاهتمام بنشر ثقافة الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية والمعلومات غير المالية، وربطها بالمنافع الاقتصادية التي يمكن أن تجنيها المنظمات لقاء ذلك، مثل زيادة الإيرادات التشغيلية والإنخفاض في تكلفة التمويل.

2. ضرورة أن تقوم الجهات المعنية سواء الإشرافية أو الرقابية في سوق عمان المالي بتوجيه إدارة الشركات لتقوم بالتعريف بأهمية التنويع في استخدام أدوات الاتصال مع المستثمرين، والتمييز فيما بينها من حيث ثرائها (كمية المعلومات التي يمكن لأداة الاتصال مع المستثمرين أن تنقلها) ، حيث إن ذلك يزيد من تقويم مستوى الإفصاح عند هذه الشركات.

3. ضرورة ربط مفهوم الإفصاح (Disclosure) بمفهوم المستوى الإخباري للمعلومات (Informativeness)، والذي يشتمل على عدة أبعاد يجب على الشركات الاهتمام بها لكي تحصل على مستوى إفصاح جيد ينتج عنه تخفيض في تكلفة رأس المال، ومن هذه الأبعاد صدق المعلومات (Credibility) و سهولة الوصول إلى المعلومات (Accessibility) بالنسبة لأصحاب المصالح الخارجيين، والمقصود بسهولة الوصول إلي المعلومات هو قيام الشركات باستخدام أدوات للاتصال مع المستثمرين متنوعة وتتصف بالثراء.

4. ضرورة اهتمام أصحاب القرار في الشركات بمفهوم تكلفة رأس المال، والاهتمام كذلك بالأساليب التي يمكن للشركات اتباعها للحصول على التمويل بأقل كلفة

ممكنة، ومن هذه الأساليب التوسع بالإفصاح الاختياري عن معلومات تعزز القيمة المستقبلية للشركة في ذهن المستثمرين.

5. ضرورة الاهتمام بالإفصاح والشفافية كأحد مبادىء حوكمة الشركات، حيث بينت بعض الدراسات وجود علاقة عكسية هامة بين مدى تطبيق المنظمات للمبادئ المتعلقة بالإفصاح والشفافية وتكلفة رأس المال.

6. ضرورة تدعيم أساليب الإفصاح الإلكتروني مما يساعد على نشر وتوصيل المعلومات المالية وغير المالية في الوقت المناسب وبكلفة مناسبة، إضافة إلى إمكانية التحديث الفوري للمعلومات.

7. ضرورة تضافر الجهود بين الأكاديميين والمهنيين لتطوير نماذج لحساب تكلفة التمويل بالملكية والإقتراض تتناسب والظروف الخاصة بالبيئة الأردنية خاصة ما يتعلق بحجم سوق الأوراق المالية المحلية مقارنة بالأسواق المالية في الدول المتقدمة، حيث أن النماذج المتوفرة لا تتطابق تماما مع ظروف البيئة المحلية وأن الأبحاث الخاصة بذلك نادرة.

8. ضرورة توجيه اهتمام الشركات إلى جذب المستثمرين المؤسساتيين (Institutional Investors)، حيث بينت العديد من الدراسات أن هؤلاء المستثمرين وبخلاف المضاربين في البورصات، يستثمرون أموالهم لفترات طويلة، و أن العائد الذي يطلبه هؤلاء المستثمرون المؤسساتيون يكون أقل من

العائد الذي يطلبه المضاربون (بلغة أخرى فإن تكلفة التمويل بالنسبة للـــشركات تكون أقل)*.

9. العمل على تحويل ما يمكن من معلومات الإفصاح الإختياري ليـــصبح الإفـــصاح عنها إلزاميا حسب القوانين والتشريعات، وبحيث تصبح هذه المعلومات ضمن مسؤولية مدققي الحسابات، وبذلك تزيد درجة الثقة في هذه المعلومات.

10. كما يوصي الباحث بتوسيع التشريعات الخاصة بنطاق عمل مـــدققي الحـــسابات بحيث تشمل التدقيق على معلومات الإفصاح الاختياري التي تقوم الشركات بنشرها.

* يمكن للمستثمرين المؤسساتيين زيادة العائد على الإستثمار في الأسهم من خلال توظيف عدة أساليب مثل البيع القصير Short Selling وغير ذلك .

المراجع:

أولا: المراجع باللغة الأجنبية

- Al-Akra, Mahmoud and Ali, Muhammad, (2010), " The Value Relevance of Corporate Voluntary Disclosure in the Middle East – The case of Jordan " Forums Being Presented at the 2010 AFAANZ Conference, www.affanz.org/openconf/2010

- Alam, Jahangir (2007)," Financial Disclosure in Developing Countries with Special Reference to Bangladesh" Unpublished Dissertation, PhD in accounting ,Ghent University, Belgium.

– Aerts, Walter and Cormier, Denis, and Magnan, Michel, 2006, "Intra-industry Imitation in Corporate Invironmental Reporting: An International Perspective" Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 25, Issue 3, pp. 299-331

– Blkaoui, Ahmed. (2004), Accounting theory, Fifth Edition, Thomson Learning.

– Bamber, Linda and Jiang, John, and Wang, Isabel, 2009 "What's My Style? The Influence of Top Manager and Their Personal Background on Voluntary Corporate Financial Disclosure" Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=1312904

– Black, Bernard and Jang, Hasung, and Kim, Woochan, 2003 "Does Corporate Govenance Affect Firm Value?" Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=311275

– Botosan, Christine (1995), "the effect of disclosure level on the cost of equity capital and stock market liquidity" Unpublished Dissertation, PhD in accounting, university of Michigan,USA

– Botosan, Christine A and Plumlee, Marlene A, March 2002, "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital" Journal of Accounting Research, Vol. 40, No.1, pp. 21-25

– Brown, Neerissa Christine (2005), "Herd Behavior in Voluntary Disclosure Decisions: An Examination of Capital Expenditure Forecasts'" Unpublished Dissertation, PhD in accounting, University of Maryland, USA.

– Ceng, Ho and Chuan, Lee and Ting, Lin and Edward, Wang, 2005, "Liquidity, Volatility and Stock Price Adjustment: Evidence from Seasoned Equity Offeing in an Emerging Market" Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies, Vol. 8, No. 1, pp. 31-51

– Chow, Chee and Boren, Adrial, 1987, "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations" The Accounting Review, Vol. 62, No. 3, pp. 533-541

- Dahawi, Conover(2007), Accounting Disclosure in Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange, Middle Eastern Finance and Economics Journal, Volume (1) June 2007, pp. 5-20

– Eisayed, Mohamed and Hoque, Zahirul, March 2010, "Perceived international environmental factors and corporate voluntary disclosure practices: An empirical study" The British Accounting Review, Vol. 42, Issue 1, pp. 17-35

– Field, Laura and Lowry, Michelle and Shu, Susan, June 2005, "Does Disclosure Deter or Trigger Litigation" Journal of Accounting & Economics, Vol.39, pp. 487-507

– Foster, George, (1986), Financial Statement Analysis, second Edition, Prentice Hall, New Jersey.

– Francis, Jennifer and Schipper, Katherine, 1999, "Have Financial Statements Lost Their Relevance" Journal of Accounting Research, Vol. 37, No.2, pp. 319 - 352

– Francis, Nanda and Olsson, 2008, "Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital" Journal of Accounting Research, Vol. 46, Issues 1, pp. 53-99

– Globerman, Steven, and Singleton, W. Ron, 2001, "Harmonization of Voluntary Disclosure Practices by Japanese Companies" Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=293124

– Gode, Dan, and Mohanram, Partha, 2001, "What Affects the Implied Cost of Capital" Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=1280699

- Greenstein, Marilyn and Sami, Heibatollah, 1994, "TheImpact of SEC’s Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads" The Accounting Review, Vol. 69, No. 1, pp. 179-199

– Guidry, Ronal (2004), " Enhanced voluntary disclosures and it's effects on the cost of capital: an empirical examination of the FASB's improving business reporting: insights into enhanced voluntary disclosures", Unpublished Dissertation, PhD in accounting, Mississippi state university,USA

– Hassan, Omaima and Romilly, Peter and Giorgioni, Gianluigi and Power, David (2009), "The Value Relevance of Disclosure: Evidence from the Emerging Capital Market of Egypt", the International Journal of Accounting, Vol. 44, pp. 79 – 102

– Hendriksen, Eldon. S. (1982), Accounting Theory, Fourth Edition, Richard, Irwin, Inc, Illinois.

– Healy, Paul and Palepu, September 2001, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature" Journal of Accounting & Economics, Vol.31, Issues 1-3, pp. 405-440

– Hosain, Mohammed and Hammami, Helmi, 2009, "Voluntary Disclosure in the Annual Reports of an Emerging Country: The Case of Qatar " Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting 25 (2009) pp. 385- 420

– Hossain, M and Perera, M and Rahman, A, 2007, "Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies" Journal of International Financial Management & Accounting, Vol. 6, Issue 1, pp. 69-87

– Hoje, jo and Eun, Kang, 1997, "A Test of Investor Cognizance in the Markets Reaction to Dividend Announcements" Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol.1 , No. 1, pp. 24-32

- Kollmann, Tobias and Kuckertz, Andreas, 2006, "Investor relations for start-ups: an analysis of venture capital investors' communicative needs " International Jornal of Technology Management, Vol.34, number 1-2, pp. 47-62

– Kothari, S.P, March 2001, "Capital Markets Research in Accounting" Journal of Accounting and Economics, Vol.31 , pp. 105-231

– Lambert, Richard A and Leuz, Christian and Verrecchia, Robert E, May 2007, "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital" Journal of Accounting Research, Vol.45 , No. 2, pp. 385-420

– Leuz, Christian and Schrand, Catherine, 2009 "Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from Firms' Response to the Enron Shock" Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=1319646

– Li, Siqi (2008) "**Does** mandatory adoption of international accounting standards reduce the cost of equity capital" Unpublished Dissertation, PhD in accounting University of Southern California, USA.

– Lundholm, Russel and Myers, Linda, June 2002, "Bringing the Future Forward: The effect of Disclosure on the Returns – Earnings Relationship" Journal of Accounting Research, Vol.40, No.3, pp. 809 - 811

– Marston, Claire and Shrives, Philip, 1991, "The Use of Disclosure Indices in Accounting Research: A review Article" The British Accounting Review, Volume 23, Issue 3, September 1991, pp. 195-210

– Myburgh, JE. 2001, "The Informativeness of Voluntary Disclosure In the Annual Reports of Listed Industrial Companies in South Africa" Meditari Accountancy Research , Vol.9, pp. 199-216

– Pasi, Karjalaineh (2007), "Valuation of intangible assets in different financial environments" Unpublished Dissertation, PhD in accounting, University of Oulu, Oulu, Finland.

– Piot, Charles And Piera Franck, (2007), "Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Companies" Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=960681

– AL-Razeen A and Karbhari Y, 2004, "Interaction between compulsory and voluntary disclosure in Saudi Arabian corporate annual reports" Managerial Auditing Journal, Vol.19 , No. 3, pp. 351-360

– Rikanovic, Maladen (2005), **"corporate** disclosure strategy and the cost of capital, an empirical study of large listed German corporations", Unpublished Dissertation, PhD in accounting, University of St. Gallen, Germany

– Robert, Labas, (2009), Communication Success Factors in Investor Relations, publisher: Going Public Media AG, Germany.

– Ross, Stephen. A, Westerfield, Randolph. W, Jordan, Badford. D, (2000), Fundamentals of Corporate Finance, 5th edition, Irwin, McGraw-Hill.

– Salameh, Hussein (2005), "The Effect of Using the Models for Estimating the Stocks Portfolios Returns at Micro and Macro Level", Unpublished Dissertation, PhD in Financial Management, The Arab Academy for Financial and Banking Sciences, Amman, Jordan.

- Sengupta, Partha, 1998 "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Capital" Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=130588

– Tadesse, Solomon, January-February 2006, "The Economic Value of Regulated Disclosure: Evidence from the Banking Sector" Journal of Accounting and Public Policy, Vol.25, Issue 1, pp. 32-70

- Tian, Yu and Chen, Jingliang, 2009, "Concept of Voluntary Information Disclosure and Review of Relevant Studies" International Journal of Economics and Finance, Volume 1, No. 2, August 2009, pp. 55 – 59.

–Toledo, Eloisa, 2010 "The Relationship between Corporate Governance and Firm Value: A simultaneous Equations Approach for Analyzing the Case of Spain " Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=1535073

– Verrecchia, Robert E, April 2001, "Essays on Disclosure" Journal of Accounting & Economics, Vol.32, pp. 97-180

– Verrecchia, Robert E, 1983, "Descretionary Disclosure" Journal of Accounting & Economics, Vol.5, pp. 179-194

– Wang, Kun and Sewon, O and Claiborne, Cathy M, 2008, "Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China" Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Vol.17, Issue 1, pp. 14-30

– Weisbach, Michael S. 1988, "Outside Directors and CEO Turnover" Journal of Financial Economics, Vol.20, pp. 431-460

ثانيا: المراجع باللغة العربية

- أبو زر ، عفاف (2006)، استراتيجية مقترحة لتحسين فاعلية الحاكمية المؤسسية في القطاع المصرفي الأردني ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، عمان – الأردن .

- أبو المكارم ، وصفي (2002)، دراسات متقدمة في مجال المحاسبة المالية ، دار الجامعة الجديدة ، الاسكندرية ، جمهورية مصر العربية .

- أبونصار، محمد، وعلي الذنيبات (2005)، أهمية تعليمات الافصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية، مجلة دراسات: العلوم الادارية ، الجامعة الأردنية، المجلد32، العدد1، ص ص 115 – 140

- باكير، محمد باكير (2008)، محافظ الاستثمار إدارتها واستراتيجياتها، دار شعاع للنشر و العلوم، حلب، الجمهورية العربية السورية .

- بالحاج ، سمير (2006)، العوامل المؤثرة على الافصاح الاختياري ، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، الأكاديمية العربية للعلوم الملية و المصرفية ، عمان – الأردن .

- بيرنر، هافرانك (1993)، دليل لاعداد دراسات الجدوى الصناعية ، منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية ، فيينا – سويسرا .

- حداد، فايز سليم، (2007)، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، المركز الأكاديمي للكتب الجامعية، الأردن

– الحسن ، ميلينا (2009)، الإفصاح الاختياري لدى الشركات الأردنيـة المدرجـة فـي بورصة عمان ، دراسة ميدانية ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك ، اربد – الأردن .

– خليل ، محمد أحمد، (2005)، دور حوكمة الشركات في تحقيـق جـودة المعلومـات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية – دراسـة نظريـة تطبيقيـة ، مجلـة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة ببنها، العدد (1)، ص ص 6 – 16 .

– دهمش ، فراس (1995)، قياس تكلفة رأس المال بتسعير الأصل الرأسـمالي و تقيـيم توزيعات الأرباح و العلاقة مع بعض نسب الربحية – دراسة تحليلية للشركات الـصناعية الأردنية ، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، عمان – الأردن .

– الرزين ، عبد الرحمن، (2007)، دراسة ميدانية عن جودة إفـصاح التقـارير الماليـة السنوية للشركات المساهمة العامة السعودية، المجلة العربية للمحاسبة، المجلـد العاشـر ، العدد الأول ، ص ص: 71 – 110 .

– الزبيدي ، مدحت (2006)، أثر الافصاح المحاسبي فـي القـوائم الماليـة للـشركات الصناعية المساهمة الأردنية على قرار المستثمرين في بورصة عمان ، دراسة ميدانيـة ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك ، اربد – الأردن .

– زنداح ، عادل (2006)، أثر تطبيق تعليمات الافصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين ، دراسة تطبيقية على الشركات الـصناعية المساهمة العامة الأردنية ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، الأكاديمية العربيـة للعلـوم المالية و المصرفية ، عمان – الأردن .

- السيد ، صفا محمود، (2003)، الآثار الاقتصادية لمعايير المحاسبة المصرية – من منظور دراسة السوق ، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة بسوهاج – جامعة جنوب الوادي، مجلد(17) ، العدد (1) ، ص ص: 163-211 .

- السعدني، مصطفى حسن بسيوني، (2007)، مدى ارتباط الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية وحوكمة الشركات، المؤتمر الدولي(مهنة المحاسبة والمراجعة والتحديات المعاصرة)، جمعية المحاسبين و مدققي الحسابات بدولة الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2007.

- السقا، محمد إبراهيم، (2010)، لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟، صحيفة الإقتصادية السعودية، متاحة http://www.aleqt.com/2010/03/19/article_365837.html

- الشيرازي، عباس مهدي، (1990)، نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، منشورات ذات السلاسل، الكويت.

- صالح، مفتاح و فريدة، معارفي (2009- 2010)، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق الماليةالعربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر - بسكرة، ، العدد(07)، ص ص 181 - 195.

- آل عباس، محمد، (2010)، هل تختار الشركات الغرامة أم الإفصاح؟، صحيفة الإقتصادية السعودية، متاحة http://www.aleqt.com/2010/05/21/article_395861.html

- عبد الملك ، أحمد رجب، (2008)، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مجلد(45) ، العدد (1)، ص ص 1 - 34 .

- العيسى، ياسين أحمد، (2000)، مستوى الافصاح عن البنود غير العادية في القوائم المالية، المنارة، المجلد(5)، العدد(1)، ص ص 75-103 .

– مارق ، سعد محمد، (2009)، قياس مستوى الافصاح الاختياري في التقـارير الماليـة المنشورة للشركات المساهمة السعودية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز:الاقتصاد والادارة ، مجلد(23) ، العدد (1) ، ص ص: 131-174 .

– مرعي ، دانا (2007)، درجة الإفصاح وعلاقتها بتكلفة حقوق الملكية فـي الـشركات الصناعية والخدمية المتداولة في سوق عمان المالي ، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، المملكة الأردنية الهاشمية.

– مطر، محمد، (2004)، التأصيل النظري للممارسات المهنيـة المحاسـبية، القيـاس – العرض – الإفصاح، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.

– مقلد ، محمد حسن (2008)، نحو مؤشر للإفصاح المحاسبي البيئي الاختياري ، دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة ببورصة الأوراق الماليـة ، رسـالة ماجـستير ، جامعة طنطا ، جمهورية مصر العربية.

– المليجي ، هشام حسن عواد، (2006)، إطار مقترح لمحددات صنع قرار بناء المعايير المحاسبية وآثارها على نموذج الإفصاح المحاسبي المطبق في مصر، مجلـة، الدراسـات والبحوث التجارية، جامعة الزقازيق، فرع بنها، العدد الثاني، ص ص 1 – 21 .

– الميداني ، محمد (1989)، الادارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول و المعادن ، الظهران _ السعودية .

– مواقع الإنترنت

- http://www.ase.com.jo/ar
- http://www.papers.ssrn.com
- http://www.aleqt.com
- http://www.wikipedia.org

الملحق رقم (1)
أفراد الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

اسم الشركة	العنوان	التلفون
1- دار الدواء للتنمية والاستثمار	عمان - شارع وادي صقره	(5539176)(5529415)
2 - المركز العربي للصناعات الدوائية	سحاب - مدينة الملك عبد الله الثاني الصناعية	(4022470)(4022471) :
3 - الوطنية لصناعة الكلورين	عمان - الموقر	(4050291/2/3)
4- السلفوكيماويات الأردنية	الزرقاء - وادي العش - طريق اليوبيل الصناعي	(05/3650434) (05/3653435)
5- الصناعات الكيماوية الاردنية	جبل الحسين - شارع خالد بن الوليد	4622964
6- الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	عمان - جبل عمان / الدوار الأول	(4657744) (4655446)
7- العالمية للصناعات الكيماوية	عمان - ماركا- صالحية العابد	(4906397) (4921714)
8- الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	عوجان- حي المصانع-طريق الكليه العسكريه	(05/3652767) (05/3650236)
9- مصانع الورق والكرتون الأردنية	الزرقاء - عوجان	(05/3650411)
10- الاقبال للطباعة والتغليف	ناعور - الاردن	(5728861/3) :
11- المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	عمارة رقم - شارع المدينة المنورة : 262	5522581
12- مصانع الزيوت النباتية الأردنية	مدينة الملك عبد الله الثاني الصناعية - سحاب - شارع (3)	4023601
13- العالمية الحديثة للزيوت النباتية	الزرقاء - خلف المنطقة الحرة	065055711-053826005 :
14- الاستثمارات العامة	بناية ابو - عمان - شارع الامير محمد : جابر	4625161
15- الألبان الأردنية	الرصيفة - الشارع الرئيسي :	53743368
16- مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	زهران بين الدوار عمان - 312 شارع : السابع والثامن	5818280 - 4460300 :
17- مناجم الفوسفات الاردنية	عمان -الشميساني :	5607141
18- البوتاس العربية	الشميساني - عمان :	5200520 :

19- مصانع الاسمنت الأردنية	عمان – شارع عبد الرحيم الواكد :	(5600600)(4729901) :
20- حديد الأردن	عمان – جبل عمان – الدوار الثاني	4619380
21- العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	عمان – عين الباشا :	(5343965)(5370992)
22- الوطنية لصناعة الصلب	جبل عمان – الدوار الاول :	4638191 :
23- الدولية لصناعات السيليكا	عمان- الشميساني -مقابل وزارة االصناعة والتجارة -مبنى الاتحاد العام الطابق 7	5688900
24- العربية لصناعة المواسير المعدنية	الثاني ابن الحسين مدينة عبد الله : الصناعية – سحاب	4022136
25- الاردنية لصناعة الأنابيب	الزرقاء- الهاشمية	(05/3811004)(05/3811001)
26- الجنوب لصناعة الفلاتر	عمان – دوار المدينة الرياضية :	(5699245/6) :
27- العامة لصناعة وتسويق الخرسانه الخفيفه	عمان -الصويفية -شارع الوكالات :	5864916
28- الكابلات الأردنية الحديثة	عقاركو- طابق عمان – العبدلي	(5606205/3) :
29- الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	الرابية الزرقاء -منطقة عمان – ضاحية : اليوبيل الذهبي	(5511484)(5511867)
30-العربية للصناعات الكهربائية	النقيرة - المدينة الصناعية – سحاب :	(5859124) (4050550) :
31- الوطنية لصناعات الالمنيوم	عمان-شارع الملكة نور – مجمع زينه التجاري	(5652971/2/3) :
32- مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة	عمان – بيادر وادي السير :	(5827831/2) :
33- اتحاد النساجون العرب	الملك عبدالله عمان-سحاب -مدينة : الثاني الصناعية	4022792
34- الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	عوجان – الرصيفه :	(05/3740200) :
35- مصانع الآجواخ الاردنية	الرصيفة – عوجان :	(05/3743428/4) :
36- الدباغة الاردنية	عوجان-الزرقاء/الاوتوستراد – اول طريق الكلية العسكرية	(05/3650403)
37- الدولية للصناعات الخزفية	عمان- العبدلي – عمارة الداود :	4628004
38- مصانع الخزف الأردنية	عمان – أم السماق :	(053650721)(3650321) :
39- شركة مصفاة البترول	جبل عمان- الدوار الأول	4630151

الملحق رقم (2)

مستوى الإفصاح الإختياري مقاساً بالطريقة الأولى و الطريقة الثانية

اسم المصنع	مستوى الإفصاح حسب الطريقة الأولى \516	مستوى الإفصاح حسب الطريقة الثانية\86
البوتاس	0.23	0.83
الأردنية لصناعة الأنابيب	0.28	0.34
مصانع الزيوت النباتية	0.51	0.64
الجنوب للفلاتر	0.29	0.36
الإسمنت	0.43	0.78
الفوسفات	0.54	0.74
حديد الأردن	0.31	0.39
الكلورين	0.33	0.75
العربية للصناعات الكهربائية	0.20	0.21
العالمية للصناعات الكيماوية	0.16	0.31
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.45	0.61
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.28	0.30
مصفاة البترول	0.69	0.84
مصنع الورق والكرتون الأردنية	0.27	0.43
المركز العربي للصناعات الدوائية	0.33	0.37
الدباغة	0.23	0.29
السلفوكيماويات	0.36	0.57
الأجواخ	0.14	0.26
مجمع الشرق الأوسط	0.26	0.62

تابع الملحق رقم (2)

مصانع الخزف الأردنية	0.16	0.51
الزي	0.21	0.27
الألبان الأردنية	0.25	0.38
الكابلات الأردنية	0.26	0.23
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	0.26	0.48
الصناعات الكيماوية الأردنية	0.15	0.21
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	0.27	0.35
الصناعات والكبريت	0.10	0.13
الدولية للصناعات الخزفية	0.29	0.78
المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار	0.26	0.58
دار الدواء	0.33	0.58
الوطنية لصناعة الصلب	0.25	0.47
الدولية لصناعة السيليكا	0.17	0.41
الإستثمارات العامة	0.16	0.18
الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	0.29	0.32
العربية لصناعة الألمنيوم – أرال	0.26	0.31
الصناعية التجارية الزراعية \ الإنتاج	0.28	0.41
الوطنية لصناعة الألمنيوم	0.15	0.36
الإقبال للطباعة	0.21	0.43
النساجون العرب	0.32	0.42

الملحق رقم (3)

مستوى الإفصاح الإختياري مقاساً بالطريقة الأولى

وتكلفة رأس المال حسب (CAPM، Ohlson and Juettner (2000)، والمتوسط)

اسم المصنع	مستوى الإفصاح حسب الطريقة الأولى\516	CAPM	جوتنر	متوسط
البوتاس	0.23	4.09	2.62	3.36
الأردنية لصناعة الأنابيب	0.28	4.52	2.99	3.76
مصانع الزيوت النباتية	0.51	2.69	2.72	2.71
الجنوب للفلاتر	0.29	5.29	2.69	3.99
الإسمنت	0.43	4.87	2.67	3.77
الفوسفات	0.54	4.11	2.37	3.24
حديد الأردن	0.31	3.05	2.86	2.96
الكلورين	0.33	4.45	2.62	3.54
العربية للصناعات الكهربائية	0.20	3.85	2.71	3.28
العالمية للصناعات الكيماوية	0.16	4.51	2.74	3.63
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.45	4.52	2.61	3.57
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.28	4.11	2.86	3.49
مصفاة البترول	0.69	4.14	2.72	3.43
مصنع الورق والكرتون الأردنية	0.27	5.57	2.70	4.14
المركز العربي للصناعات الدوائية	0.33	4.10	2.80	3.45
الدباغة	0.23	4.50	2.87	3.69
السلفوكيماويات	0.36	4.95	2.75	3.85
الأجواخ	0.14	4.14	2.71	3.43
مجمع الشرق الأوسط	0.26	4.82	2.68	3.75

تابع الملحق رقم (3)

مصانع الخزف الأردنية	0.16	2.46	2.90	2.68
الزي	0.21	2.66	2.97	2.82
الألبان الأردنية	0.25	4.60	2.68	3.64
الكابلات الأردنية	0.26	5.07	2.82	3.95
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	0.26	4.32	2.62	3.47
الصناعات الكيماوية الأردنية	0.15	4.86	2.72	3.79
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	0.27	4.96	2.82	3.89
الصناعات والكبريت	0.10	5.45	2.80	4.13
الدولية للصناعات الخزفية	0.29	4.50	2.62	3.56
المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار	0.26	5.97	2.74	4.36
دار الدواء	0.33	4.39	2.72	3.56
الوطنية لصناعة الصلب	0.25	3.55	3.27	3.41
الدولية لصناعة السيليكا	0.17	5.14	2.74	3.94
الإستثمارات العامة	0.16	5.59	2.71	4.15
الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	0.29	4.07	2.67	3.37
العربية لصناعة الألمنيوم – أرال	0.26	4.58	2.79	3.69
الصناعية التجارية الزراعية \ الإنتاج	0.28	4.12	3.09	3.61
الوطنية لصناعة الألمنيوم	0.15	4.46	2.83	3.65
الإقبال للطباعة	0.21	4.41	2.72	3.57
النساجون العرب	0.32	4.41	2.76	3.58

الملحق رقم (4)
مستوى الإفصاح الإختياري مقاساً بالطريقة الثانية
وتكلفة رأس المال حسب (CAPM، Ohlson and Juettner (2000)، والمتوسط)

اسم المصنع	مستوى الإفصاح الاختياري حسب الطريقة الثانية\86	CAPM	جوتنر	متوسط
البوتاس	0.83	4.09	2.62	3.36
الأردنية لصناعة الأنابيب	0.34	4.52	2.99	3.76
مصانع الزيوت النباتية	0.64	2.69	2.72	2.71
الجنوب للفلاتر	0.36	5.29	2.69	3.99
الإسمنت	0.78	4.87	2.67	3.77
الفوسفات	0.74	4.11	2.37	3.24
حديد الأردن	0.39	3.05	2.86	2.96
الكلورين	0.75	4.45	2.62	3.54
العربية للصناعات الكهربائية	0.21	3.85	2.71	3.28
العالمية للصناعات الكيماوية	0.31	4.51	2.74	3.63
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.61	4.52	2.61	3.57
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.30	4.11	2.86	3.49
مصفاة البترول	0.84	4.14	2.72	3.43
مصنع الورق والكرتون الأردنية	0.43	5.57	2.70	4.14
المركز العربي للصناعات الدوائية	0.37	4.10	2.80	3.45
الدباغة	0.29	4.50	2.87	3.69
السلفوكيماويات	0.57	4.95	2.75	3.85
الأجواخ	0.26	4.14	2.71	3.43
مجمع الشرق الأوسط	0.62	4.82	2.68	3.75

تابع الملحق رقم (4)

2.68	2.90	2.46	0.51	مصانع الخزف الأردنية
2.82	2.97	2.66	0.27	الزي
3.64	2.68	4.60	0.38	الألبان الأردنية
3.95	2.82	5.07	0.23	الكابلات الأردنية
3.47	2.62	4.32	0.48	العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية
3.79	2.72	4.86	0.21	الصناعات الكيماوية الأردنية
3.89	2.82	4.96	0.35	العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة
4.13	2.80	5.45	0.13	الصناعات والكبريت
3.56	2.62	4.50	0.78	الدولية للصناعات الخزفية
4.36	2.74	5.97	0.58	المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار
3.56	2.72	4.39	0.58	دار الدواء
3.41	3.27	3.55	0.47	الوطنية لصناعة الصلب
3.94	2.74	5.14	0.41	الدولية لصناعة السيليكا
4.15	2.71	5.59	0.18	الإستثمارات العامة
3.37	2.67	4.07	0.32	الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر
3.69	2.79	4.58	0.31	العربية لصناعة الألمنيوم – أرال
3.61	3.09	4.12	0.41	الصناعية التجارية الزراعية \ الإنتاج
3.65	2.83	4.46	0.36	الوطنية لصناعة الألمنيوم
3.57	2.72	4.41	0.43	الإقبال للطباعة
3.58	2.76	4.41	0.42	النساجون العرب

الملحق رقم (5)

مستوى الإفصاح الإختياري لكل بعد من أبعاد الإفصاح الاختياري

مقاسا بالطريقة الأولى وتكلفة رأس المال حسب نموذج Ohlson and Juettner (2000)

اسم المصنع	البعد الأول والثاني\168	البعد الثالث\138	البعد الرابع\42	البعد الخامس 126\	البعد السلدس\42	تكلفة رأس المال \ حسب نموذج جوتنر
البوتاس	0.20	0.21	0.14	0.30	0.31	2.62
الأردنية لصناعة الأنابيب	0.30	0.28	0.38	0.22	0.24	2.99
مصانع الزيوت النباتية	0.52	0.50	0.50	0.53	0.40	2.72
الجنوب للفلاتر	0.32	0.30	0.38	0.16	0.45	2.69
الإسمنت	0.47	0.41	0.36	0.49	0.26	2.67
الفوسفات	0.39	0.59	0.79	0.65	0.33	2.37
حديد الأردن	0.29	0.30	0.48	0.27	0.33	2.86
الكلورين	0.32	0.36	0.33	0.31	0.33	2.62
العربية للصناعات الكهربائية	0.19	0.20	0.24	0.20	0.21	2.71
العالمية للصناعات الكيماوية	0.21	0.14	0.21	0.11	0.12	2.74
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.47	0.40	0.50	0.52	0.31	2.61
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.35	0.30	0.19	0.23	0.17	2.86
مصفاة البترول	0.90	0.37	0.57	0.75	0.83	2.72
مصنع الورق والكرتون الأردنية	0.40	0.27	0.24	0.21	0.05	2.70
المركز العربي للصناعات الدوائية	0.32	0.38	0.33	0.28	0.33	2.80
الدباغة	0.24	0.25	0.29	0.20	0.19	2.87
السلفوكيماويات	0.38	0.34	0.40	0.34	0.40	2.75
الأجواخ	0.14	0.10	0.21	0.17	0.12	2.71

تابع الملحق رقم (5)

مجمع الشرق الأوسط	0.27	0.25	0.31	0.21	0.36	2.68
مصانع الخزف الأردنية	0.19	0.09	0.24	0.17	0.19	2.90
الزي	0.20	0.21	0.29	0.20	0.24	2.97
الألبان الأردنية	0.27	0.30	0.17	0.21	0.26	2.68
الكابلات الأردنية	0.36	0.18	0.36	0.18	0.26	2.82
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	0.17	0.28	0.33	0.27	0.45	2.62
الصناعات الكيماوية الأردنية	0.17	0.14	0.19	0.13	0.14	2.72
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	0.27	0.28	0.21	0.25	0.29	2.82
الصناعات والكبريت	0.12	0.11	0.10	0.07	0.10	2.80
الدولية للصناعات الخزفية	0.30	0.30	0.26	0.26	0.29	2.62
المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار	0.26	0.30	0.21	0.24	0.29	2.74
دار الدواء	0.28	0.28	0.40	0.33	0.64	2.72
الوطنية لصناعة الصلب	0.27	0.28	0.24	0.19	0.24	3.27
الدولية لصناعة السيليكا	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	2.74
الإستثمارات العامة	0.21	0.16	0.14	0.11	0.14	2.71
الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	0.27	0.27	0.36	0.31	0.33	2.67
العربية لصناعة الألمنيوم – أرال	0.22	0.30	0.33	0.25	0.24	2.79
الصناعية التجارية الزراعية \ الإنتاج	0.18	0.25	0.26	0.40	0.43	3.09
الوطنية لصناعة الألمنيوم	0.13	0.12	0.19	0.12	0.40	2.83
الإقبال للطباعة	0.17	0.23	0.21	0.24	0.21	2.72
النساجون العرب	0.32	0.49	0.40	0.15	0.19	2.76

الملحق رقم (6)

مستوى الإفصاح الإختياري لكل بعد من أبعاد الإفصاح الاختياري
مقاسا بالطريقة الثانية وتكلفة رأس المال حسب نموذج Ohlson and Juettner (2000)

اسم المصنع	البعد الأول والثاني\28	البعد الثالث\23	البعد الرابع\7	البعد الخامس \21	البعد السلدس\7	تكلفة رأس المال \ جوتنر
البوتاس	0.78	0.78	0.86	0.90	0.86	2.62
الأردنية لصناعة الأنابيب	0.39	0.30	0.42	0.28	0.28	2.99
مصانع الزيوت النباتية	0.64	0.70	0.71	0.57	0.57	2.72
الجنوب للفلاتر	0.35	0.34	0.28	0.38	0.43	2.69
الإسمنت	0.78	0.78	0.85	0.81	0.71	2.67
الفوسفات	0.71	0.82	0.71	0.76	0.57	2.37
حديد الأردن	0.37	0.38	0.53	0.36	0.41	2.86
الكلورين	0.75	0.78	0.86	0.71	0.71	2.62
العربية للصناعات الكهربائية	0.25	0.17	0.28	0.23	0.14	2.71
العالمية للصناعات الكيماوية	0.42	0.26	0.28	0.23	0.28	2.74
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.64	0.65	0.43	0.62	0.57	2.61
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.32	0.30	0.28	0.28	0.28	2.86
مصفاة البترول	0.95	0.72	0.85	0.82	0.85	2.72
مصنع الورق والكرتون الأردنية	0.60	0.43	0.42	0.29	0.14	2.70
المركز العربي للصناعات الدوائية	0.35	0.34	0.57	0.33	0.42	2.80
الدباغة	0.32	0.30	0.43	0.24	0.14	2.87
السلفوكيماويات	0.57	0.56	0.57	0.57	0.57	2.75
الأجواخ	0.28	0.21	0.29	0.28	0.28	2.71

تابع الملحق رقم (6)

مجمع الشرق الأوسط	0.63	0.60	0.70	0.54	0.77	2.68
مصانع الخزف الأردنية	0.68	0.35	0.57	0.52	0.29	2.90
الزي	0.29	0.30	0.29	0.24	0.28	2.97
الألبان الأردنية	0.39	0.34	0.42	0.33	0.57	2.68
الكابلات الأردنية	0.43	0.30	0.42	0.38	0.42	2.82
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	0.37	0.50	0.56	0.49	0.70	2.62
الصناعات الكيماوية الأردنية	0.21	0.22	0.28	0.19	0.14	2.72
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	0.36	0.35	0.43	0.33	0.29	2.82
الصناعات والكبريت	0.14	0.13	0.14	0.10	0.14	2.80
الدولية للصناعات الخزفية	0.75	0.82	0.86	0.76	0.71	2.62
المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار	0.53	0.65	0.57	0.57	0.57	2.74
دار الدواء	0.52	0.52	0.66	0.58	0.96	2.72
الوطنية لصناعة الصلب	0.50	0.47	0.57	0.43	0.42	3.27
الدولية لصناعة السيليكا	0.43	0.39	0.42	0.38	0.42	2.74
الإستثمارات العامة	0.17	0.17	0.28	0.19	0.14	2.71
الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	0.32	0.30	0.28	0.33	0.42	2.67
العربية لصناعة الألمنيوم – أرال	0.28	0.34	0.37	0.30	0.30	2.79
الصناعية التجارية الزراعية \ الإنتاج	0.31	0.38	0.39	0.52	0.55	3.09
الوطنية لصناعة الألمنيوم	0.33	0.32	0.40	0.32	0.66	2.83
الإقبال للطباعة	0.38	0.46	0.43	0.47	0.43	2.72
النساجون العرب	0.43	0.43	0.42	0.38	0.42	2.76

الملحق رقم (7)

مستوى الإفصاح الإختياري مقاساً بالطريقة الأولى والطريقة الثانية وتكلفة التمويل بالإقتراض

اسم المصنع	مستوى الإفصاح الاختياري حسب الطريقة الأولى\516	مستوى الإفصاح الاختياري حسب الطريقة الثانية\86	تكلفة التمويل بالإقتراض
البوتاس	0.23	0.83	2.35
الأردنية لصناعة الأنابيب	0.28	0.34	7.57
مصانع الزيوت النباتية	0.51	0.64	7.80
الجنوب للفلاتر	0.29	0.36	8.01
الإسمنت	0.43	0.78	1.00
الفوسفات	0.54	0.74	2.73
حديد الأردن	0.31	0.39	2.70
الكلورين	0.33	0.75	6.43
العربية للصناعات الكهربائية	0.20	0.21	8.46
العالمية للصناعات الكيماوية	0.16	0.31	2.70
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.45	0.61	4.75
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.28	0.30	6.33
مصفاة البترول	0.69	0.84	4.35
مصنع الورق والكرتون الأردنية	0.27	0.43	4.03
المركز العربي للصناعات الدوائية	0.33	0.37	6.32
الدباغة	0.23	0.29	6.44
السلفوكيماويات	0.36	0.57	5.47
الأجواخ	0.14	0.26	2.31

تابع الملحق رقم (7)			
مجمع الشرق الأوسط	0.26	0.62	2.40
مصانع الخزف الأردنية	0.16	0.51	6.68
الزي	0.21	0.27	5.62
الألبان الأردنية	0.25	0.38	0.61
الكابلات الأردنية	0.26	0.23	5.21
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	0.26	0.48	6.92
الصناعات الكيماوية الأردنية	0.15	0.21	6.64
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	0.27	0.35	9.45
الصناعات والكبريت	0.10	0.13	9.54
الدولية للصناعات الخزفية	0.29	0.78	4.75
المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار	0.26	0.58	6.86
دار الدواء	0.33	0.58	2.80
الوطنية لصناعة الصلب	0.25	0.47	6.45
الدولية لصناعة السيليكا	0.17	0.41	6.62
الإستثمارات العامة	0.16	0.18	6.75
الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	0.29	0.32	5.01
العربية لصناعة الألمنيوم – أرال	0.26	0.31	7.40
الصناعية التجارية الزراعية \ الإنتاج	0.28	0.41	1.31
الوطنية لصناعة الألمنيوم	0.15	0.36	2.42
الإقبال للطباعة	0.21	0.43	3.91
النساجون العرب	0.32	0.42	2.33

الملحق رقم (8)

مستوى الإفصاح الإختياري لكل بعد من أبعاد الإفصاح الاختياري مقاسا بالطريقة الأولى وتكلفة التمويل بالإقتراض

اسم المصنع	البعد الأول والثاني\168	البعد الثالث\138	البعد الرابع\42	البعد الخامس\126	البعد السلدس\42	تكلفة الإقتراض
البوتاس	0.20	0.21	0.14	0.30	0.31	2.35
الأردنية لصناعة الأنابيب	0.30	0.28	0.38	0.22	0.24	7.57
مصانع الزيوت النباتية	0.52	0.50	0.50	0.53	0.40	7.80
الجنوب للفلاتر	0.32	0.30	0.38	0.16	0.45	8.01
الإسمنت	0.47	0.41	0.36	0.49	0.26	1.00
الفوسفات	0.39	0.59	0.79	0.65	0.33	2.73
حديد الأردن	0.29	0.30	0.48	0.27	0.33	2.70
الكلورين	0.32	0.36	0.33	0.31	0.33	6.43
العربية للصناعات الكهربائية	0.19	0.20	0.24	0.20	0.21	8.46
العالمية للصناعات الكيماوية	0.21	0.14	0.21	0.11	0.12	2.70
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.47	0.40	0.50	0.52	0.31	4.75
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.35	0.30	0.19	0.23	0.17	6.33
مصفاة البترول	0.90	0.37	0.57	0.75	0.83	4.35
مصنع الورق والكرتون الأردنية	0.40	0.27	0.24	0.21	0.05	4.03
المركز العربي للصناعات الدوائية	0.32	0.38	0.33	0.28	0.33	6.32
الدباغة	0.24	0.25	0.29	0.20	0.19	6.44
السلفوكيماويات	0.38	0.34	0.40	0.34	0.40	5.47
الأجواخ	0.14	0.10	0.21	0.17	0.12	2.31
مجمع الشرق الأوسط	0.27	0.25	0.31	0.21	0.36	2.40
مصانع الخزف الأردنية	0.19	0.09	0.24	0.17	0.19	6.68

تابع ملحق رقم (8)

5.62	0.24	0.20	0.29	0.21	0.20	الزي
0.61	0.26	0.21	0.17	0.30	0.27	الألبان الأردنية
5.21	0.26	0.18	0.36	0.18	0.36	الكابلات الأردنية
6.92	0.45	0.27	0.33	0.28	0.17	العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية
6.64	0.14	0.13	0.19	0.14	0.17	الصناعات الكيماوية الأردنية
9.45	0.29	0.25	0.21	0.28	0.27	العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة
9.54	0.10	0.07	0.10	0.11	0.12	الصناعات والكبريت
4.75	0.29	0.26	0.26	0.30	0.30	الدولية للصناعات الخزفية
6.86	0.29	0.24	0.21	0.30	0.26	المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار
2.80	0.64	0.33	0.40	0.28	0.28	دار الدواء
6.45	0.24	0.19	0.24	0.28	0.27	الوطنية لصناعة الصلب
6.62	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	الدولية لصناعة السيليكا
6.75	0.14	0.11	0.14	0.16	0.21	الإستثمارات العامة
5.01	0.33	0.31	0.36	0.27	0.27	الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر
7.40	0.24	0.25	0.33	0.30	0.22	العربية لصناعة الألمنيوم – أرال
1.31	0.43	0.40	0.26	0.25	0.18	الصناعية التجارية الزراعية \ الإنتاج
2.42	0.40	0.12	0.19	0.12	0.13	الوطنية لصناعة الألمنيوم
3.91	0.21	0.24	0.21	0.23	0.17	الإقبال للطباعة
2.33	0.19	0.15	0.40	0.49	0.32	النساجون العرب

الملحق رقم (9)						
مستوى الإفصاح الإختياري لكل بعد من أبعاد الإفصاح الاختياري مقاسا بالطريقة الثانية وتكلفة التمويل بالإقتراض						
اسم المصنع	البعد الأول والثاني\28	البعد الثالث\23	البعد الرابع\7	البعد الخامس \21	البعد السلدس\7	تكلفة الإقتراض
البوتاس	0.78	0.78	0.86	0.90	0.86	2.35
الأردنية لصناعة الأنابيب	0.39	0.30	0.42	0.28	0.28	7.57
مصانع الزيوت النباتية	0.64	0.70	0.71	0.57	0.57	7.80
الجنوب للفلاتر	0.35	0.34	0.28	0.38	0.43	8.01
الإسمنت	0.78	0.78	0.85	0.81	0.71	1.00
الفوسفات	0.71	0.82	0.71	0.76	0.57	2.73
حديد الأردن	0.37	0.38	0.53	0.36	0.41	2.70
الكلورين	0.75	0.78	0.86	0.71	0.71	6.43
العربية للصناعات الكهربائية	0.25	0.17	0.28	0.23	0.14	8.46
العالمية للصناعات الكيماوية	0.42	0.26	0.28	0.23	0.28	2.70
العربية لصناعة المواسير المعدنية	0.64	0.65	0.43	0.62	0.57	4.75
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.32	0.30	0.28	0.28	0.28	6.33
مصفاة البترول	0.95	0.72	0.85	0.82	0.85	4.35
مصنع الورق والكرتون الأردنية	0.60	0.43	0.42	0.29	0.14	4.03
المركز العربي للصناعات الدوائية	0.35	0.34	0.57	0.33	0.42	6.32
الدباغة	0.32	0.30	0.43	0.24	0.14	6.44
السلفوكيماويات	0.57	0.56	0.57	0.57	0.57	5.47
الأجواخ	0.28	0.21	0.29	0.28	0.28	2.31

تابع الملحق رقم (9)

مجمع الشرق الأوسط	0.63	0.60	0.70	0.54	0.77	2.40
مصانع الخزف الأردنية	0.68	0.35	0.57	0.52	0.29	6.68
الزي	0.29	0.30	0.29	0.24	0.28	5.62
الألبان الأردنية	0.39	0.34	0.42	0.33	0.57	0.61
الكابلات الأردنية	0.43	0.30	0.42	0.38	0.42	5.21
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	0.37	0.50	0.56	0.49	0.70	6.92
الصناعات الكيماوية الأردنية	0.21	0.22	0.28	0.19	0.14	6.64
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	0.36	0.35	0.43	0.33	0.29	9.45
الصناعات والكبريت	0.14	0.13	0.14	0.10	0.14	9.54
الدولية للصناعات الخزفية	0.75	0.82	0.86	0.76	0.71	4.75
المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار	0.53	0.65	0.57	0.57	0.57	6.86
دار الدواء	0.52	0.52	0.66	0.58	0.96	2.80
الوطنية لصناعة الصلب	0.50	0.47	0.57	0.43	0.42	6.45
الدولية لصناعة السيليكا	0.43	0.39	0.42	0.38	0.42	6.62
الإستثمارات العامة	0.17	0.17	0.28	0.19	0.14	6.75
الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	0.32	0.30	0.28	0.33	0.42	5.01
العربية لصناعة الألمنيوم – أرال	0.28	0.34	0.37	0.30	0.30	7.40
الصناعية التجارية الزراعية \ الإنتاج	0.31	0.38	0.39	0.52	0.55	1.31
الوطنية لصناعة الألمنيوم	0.33	0.32	0.40	0.32	0.66	2.42
الإقبال للطباعة	0.38	0.46	0.43	0.47	0.43	3.91
النساجون العرب	0.43	0.43	0.42	0.38	0.42	2.33

الملحق رقم (10)

مؤشر الإفصاح الاختياري

جامعة عمان العربية للدراسات العليا

كلية الأعمال

برنامج الدكتوراه \ قسم المحاسبة

السادة شركة ....

تحية طيبة وبعد ،،،

المؤشر الذي بين أيديكم يحتوي على مجموعة من عناصر الإفصاح الاختياري التي تخص قطاع الصناعة، إضافة إلى أدوات الإتصال مع المستثمرين، وهي عبارة عن الأدوات التي تستخدمها الشركات للإفصاح لأصحاب المصالح الخارجيين عن معلومات خاصة بالشركة. إن تعاونكم في الإجابة على هذا المؤشر سيساعد في تحقيق أهداف هذه الدراسة والخروج بنتائج ذات فائدة ومصداقية.

ستعامل المعلومات التي يتم جمعها بسرية تامه وبشكل إجمالي، وسوف تستخدم لأغراض البحث العلمي فقط.

شاكرين لكم حسن تعاونكم،،،

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام،،،

الباحث مهند عمير

عناصر الافصاح	أدوات الإتصال مع المستثمرين						
	التقرير المالي السنوي	**اجتماع الهيئة العامة السنوي**	**التقارير الدورية Interm Reports**	**التقارير الحالية Current Reports**	**الانترنت**	**الصحف**	**أخرى (أذكرها)**
البعد الأول والثاني: بيانات عن العمل وتحليل الإدارة للبيانات عن العمل							
1 - افصاح الشركة حول ضمان الجودة لمنتجاتها							
2 - افصاح الشركة حول القيود الحكومية على تسعير المنتجاتها							
3 - افصاح الشركة حول امكاناتها من حيث التسويق و التوزيع .							
4 - افصاح الشركة حول ميزاتها الاستراتيجية (مثل عوامل القوة ، فرص الانتاج ، القدرات الذاتية ، الفرص المستقبلية القصوى).							
5 - افصاح الشركة حول المواد الخام من حيث توفرها و السيطرة عليها واتجاه حركة أسعارها.							
6 - الافصاح عن القدرة الانتاجية الكاملة							
7 - الافصاح عن مدخلات ومخرجات الانتاج							
8 - الافصاح عن معدل الانتاج اليومي							
9 - الافصاح عن الحصة السوقية للشركة.							
10 - الافصاح عن عوامل الخطر المحيطة بالصناعة مثل تقلب الأسعار ، دورية أو موسمية الطلب على منتجات الشركة .							
11 - الافصاح عن التغير النسبي في أسعار و أحجام البيع .							
12 - الافصاح عن مكاسب ناتجة عن تخفيض في التكاليف التشغيلية							

13 - الافصاح عن مكاسب ناتجة عن تخفيض في المصاريف الادارية والعمومية ومصاريف البيع .							
14 - الافصاح عن المصاريف الرأسمالية .							
15 - الافصاح عن التقدم التكنولوجي في أقسام العمل الأساسية .							
16 - الافصاح عن عامل المرونة بين عائد السهم الواحد و التغير في سعر السهم ولعدة سنوات .							
17 - الافصاح عن معلومات التسويق للعمليات الخارجية الدولية .							
18 - الافصاح عن تأثير سعر صرف العملات الأجنبية على عمليات الشركة .							
19 - الافصاح عن معدل نمو الانتاج ومقارنة ذلك مع الشركات الأخرى في نفس القطاع .							
20 - الافصاح عن تأثير ادخال منتجات جديدة على نموالمبيعات .							
21 - الافصاح عن قائمة المنافسين .							
22 - الافصاح عن نمو المبيعات لمنتجات محددة .							
23 - الافصاح عن اتجاهات القيمة المضافة الاقتصادية (EVA Trends) .							
24 - الافصاح عن أسباب حيازة الأصول .							
25 - الافصاح عن دوافع التخلص من الأصول .							
26 - الافصاح عن رخص جديدة ممنوحة للشركة .							

27 - الافصاح عن تأثير الحالة الاقتصادية العامة على أعمال الشركة .							
28 - نسبة الصادرات الى المبيعات							
البعد الثالث: المعلومات المستقبلية							
29 - الافصاح عن خطوط الانتاج التي يتم الانفاق عليها في مجال البحث والتطوير .							
30 - الافصاح عن الايرادات من منتجات الشركة التقليدية .							
31 - الافصاح عن الضغوط المتوقعة الناتجة عن التغيرات في سعر صرف العملات							
32 - الافصاح عن امكانية إيجاد بدائل للمواد الخام المستخدمة .							
33 - الافصاح عن خطط تطوير الكفاءة الانتاجية وذلك للتخفيف من الأثر السلبي للتضخم على أسعار المنتجات .							
34 - الافصاح عن استراتيجية الشركة للاستعانة بمصادر خارجية في مجالات البحث والتطوير والانتاج والتسويق والتوزيع							
35 - الافصاح عن استراتيجية الشركة لزيادة حصتها في السوق .							
36 - الافصاح عن استراتيجية الادارة لتعزيز التميز .							
37 - الافصاح عن استراتيجية الادارة لتطوير الفعالية و الكفاءة من خلال الفرص التي توفرها التجارة الالكترونية .							
38 - الافصاح عن العلاقة بين الأرباح earnings والتدفق النقدي الحر cash free flow							
39 - الافصاح عن التدفقات النقدية المتوقعة للسنوات المقبلة .							

40 - الافصاح عن حجم الانتاج المتوقع للسنوات المقبلة .							
41 - الافصاح عن استراتيجيات التوسع في العمليات							
42 - الافصاح عن الميزات التنافسية للشركة .							
43 - الافصاح عن خطط الاندماج أو الشراء مع شركات أخرى .							
44 - الافصاح عن علامات تجارية محددة باعتبارها من مسببات النمو الرئيسية لأعمال الشركة.							
45 - الإفصاح عن إمكانية تخفيض تكاليف العناصر المكونة للمنتج مستقبلا.							
46 - الافصاح عن توقعات الشركة حول أرباحها المستقبلية.							
47 - الافصاح عن سلامة المنتج للاستخدام البشري وأنه صديق للبيئة .							
48 - الافصاح عن جهود الشركة في بناء علامة تجارية تنال ثقة المستهلك							
49 - الافصاح عن نمو عائد السهم الواحد المستهدف							
50 - التنبؤات النوعية غير الكمية بالمبيعات							
51 - التنبؤات النوعية غير الكمية بالربح							
البعد الرابع :المعلومات حول الادارة والمساهمين							
52 - الافصاح عن ملكية الموظفين والمدراء لأسهم الشركة مصنفة حسب رتبهم الادارية .							
53 - الافصاح عن برنامج لتقييم أداء مجلس الادارة.							
54 - الإفصاح عن الشهادات العلمية والخبرات العملية للمدراء							

55 - الإفصاح عن مؤهلات أعضاء لجنة التدقيق ومهامها.							
56 - الإفصاح عن نوعية حملة الأسهم (أفراد عاديين، مؤسسات عامة أو خاصة)							
57 - الافصاح عن تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية .							
58 - مبررات التغير في عدد العاملين في الشركة							
البعد الخامس:الخلفية عن الشركة							
59 - الافصاح عن الخطوط الانتاجية في الشركة.							
60 - الافصاح عن التحالفات الاستراتيجية الهامة بين الشركة والشركات الأخرى.							
61 - الافصاح عن مسؤولية الشركة القانونية نحو منتجاتها ، وعن أية حوادث مرتبطة بها قد حصلت مسبقا .							
62 - الافصاح عن الاتجاهات الحديثة للصناعة التي تنتمي لها الشركة والتأثير الحالي والمستقبلي لذلك على خطوط الانتاج .							
63 - الافصاح عن استراتيجية التكنولوجيا في الشركة.							
64 - الافصاح عن التزام الشركة اتجاه أنشطة تتعلق بقضايا البيئة والصحة والسلامة							
65 - الافصاح عن حجم مبيعات الشركة في الأسواق الخارجية.							
66 - الافصاح عن مدونة لقواعد السلوك المهني .							
67 - الافصاح عن المحرك الرئيسي لربحية الشركة							
68 - الإفصاح عن عدد الحوادث التي حصلت في الشركة.							

							69 - الإفصاح عن تكاليف السلامة في الشركة.
							70 - الإفصاح عن التبرعات الخيرية التي تقوم بها الشركة.
							71 - الإفصاح عن البرامج الاجتماعية التي تساهم بها الشركة.
							72 - الإفصاح عن المعلومات القطاعية
							73 - الإفصاح عن تأثير التضخم على أصول و نتائج أعمال الشركة
							74 - الإفصاح عن تأثير معدلات الفائدة على نتائج الشركة
							75 - الإفصاح عن العمليات مع الحكومة .
							76 - تقريرمجلس الادارة باللغة الأجنبية.
							77 - تقريرالمدقق باللغة الأجنبية.
							78 - البيانات المالية باللغة الأجنبية.
							79 - السياسات المحاسبية المستخدمة لاعداد القوائم المالية.
							البعد السادس : المعلومات عن الأصول غير الملموسة والغيرمعترف بها
							80 - الافصاح عن شهادة العملاء بخصوص جودة منتجات الشركة مقارنة مع منتجات أخرى منافسة
							81 - الافصاح عن التحالفات الرئيسية في مجال التوزيع
							82 - الافصاح عن الاستثمار في الخدمات الفنية للزبائن
							83 - افصاح الشركة حول أنشطة البحث و التطوير

							84 - الافصاح عن الاستثمار في تدريب العاملين
							85 - نوعية التدريب التي يتلقاها العاملين
							86 - عدد العاملين الذين تم تدريبهم

الملخص باللغة العربية

"العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"

إعداد : مهند عثمان عمير

إشراف : الأستاذ الدكتور نبيل الحلبي

يعتبر الإفصاح من المفاهيم التي لاقت اهتماما كبيرا من قبل الباحثين، فمنذ انهيار الأسواق المالية في عام 1929م تركزت جهود المشرعين على تقنين الإفصاح من حيث توقيته ومحتواه وشكله، ومع ذلك فإنه لا يزال هناك فرق ملحوظ في مستوى الإفصاح الذي تقدمه الشركات لأصحاب المصالح. ومن جانب آخر فإن قيام الشركات بتقديم مستوى معين من الإفصاح بعضه إفصاح إلزامي وبعضه الآخر إفصاح اختياري لم يكن بلا هدف حيث أوضحت العديد من الدراسات أن تحقيق بعض المنافع الاقتصادية ومنها تخفيض تكلفة رأس المال كان على رأس اهتمامات متخذي القرارات المتعلقة بالإفصاح لدى الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، ويمكن تلخيص أهم أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

1 – قياس مستوى الإفصاح الاختياري للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

2 – فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية.

3 – فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض.

ولتحقيق هذه الأهداف فقد اعتمد الباحث على أسلوب التحليل النظري للعلاقة ما بين متغيرات الدراسة الثلاثة ، مستوى الإفصاح الاختياري و تكلفة التمويل بالملكية و تكلفة التمويل بالإقتراض، إضافة إلى الدراسة الميدانية التي تم تطبيقها على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي وذلك باستخدام استبانة على شكل مؤشر للإفصاح الاختياري و نماذج خاصة بحساب تكلفة رأس المال، علما بأن عدد الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان قد بلغ (69) شركة في العام 2009 وذلك بعد استثناء الشركات الموقوفة والتي تحت التصفية، وأن عدد الشركات التي استجابت للدراسة قد بلغ 39 شركة أي بنسبة استجابة 57%.

كانت أهم نتائج الدراسة ما يلي:

1 – تقدم الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي مستوى من الإفصاح الاختياري بلغ في المعدل 28 % إذا ما أخذت كل الأدوات المتاحة للإتصال مع المستثمرين بعين الاعتبار عند احتساب مستوى الإفصاح الاختياري للشركات و45 % إذا ما أخذت أي من أدوات الإتصال مع المستثمرين بعين الاعتبار عند احتساب مستوى الإفصاح الاختياري للشركات.

2 – لا تظهر الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي قدرا كافيا من الاهتمام بتنويع استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين.

3 – أظهرت الدراسة الميدانية أن العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالملكية كانت وفي كل الحالات عكسية، وأن هذه العلاقة العكسية لها دلالة احصائية في حالة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية والإفصاح عن معلومات تتعلق بخلفية الشركة

واستراتيجياتها الهامة، أما باقي أبعاد الإفصاح الاختياري الأخرى فالعلاقة لم يكن لها دلالة إحصائية.

4 – أظهرت الدراسة الميدانية أن العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة التمويل بالإقتراض كانت وفي كل الحالات عكسية، إلا أن هذه العلاقة ليس لها دلاله إحصائية لكل أبعاد الإفصاح الاختياري.

بناء على النتائج السابقة، يوصي الباحث بـ

1 – ضرورة الاهتمام بنشر الوعي لدى معدي القوائم والتقارير المالية حول المزيد من الإفصاح الاختياري، وربط ذلك بالحصول على منافع اقتصادية ومن أهمها تخفيض تكلفة رأس المال.

2 – ضرورة أن تقوم الجهات المعنية سواء الإشرافية أو الرقابية بتوجيه إدارة الشركات حول أهمية التنويع في استخدام أدوات الإتصال مع المستثمرين ، والتمييز فيما بينها من حيث ثرائها.

3 – ضرورة تضافر الجهود بين الأكاديميين والمهنيين لتطوير نموذج لحساب تكلفة التمويل بالملكية ونموذج لحساب تكلفة التمويل بالإقتراض. بحيث تتناسب مع الظروف الخاصة بالبيئة الأردنية.

4 – العمل على تحويل ما يمكن من معلومات الإفصاح الاختياري ليصبح الإفصاح عنها إجباريا حسب القوانين والتشريعات. وبذلك تصبح هذه المعلومات ضمن مسؤولية مدققي الحسابات، وبذلك تزيد درجة الثقة في هذه المعلومات.

5 – يوصي الباحث بتوسيع التشريعات الخاصة بنطاق عمل مدققي الحسابات ، بحيث تشمل التدقيق على معلومات الإفصاح الاختياري التي تقوم الشركات بنشرها.

Abstract

"The Relationship between Level of Voluntary Disclosure and the Cost of Capital – An Empirical Study on the Jordanian Industrial Companies Listed in Amman Stock Exchange"

By: Mohannad Othman Emeir

Supervised by: Prof. Nabeel Al-Halabi

Disclosure is a concept that attracted considerable attention by researchers, as the financial market's crisis in 1929 had focused the efforts of lawmakers to regulate disclosure in terms of timing, content and form. Yet there is still a noticeable variation in the level of disclosure provided by companies to stakeholders.

On the other hand, the companies providing a certain level of disclosure either mandatory or voluntary had an aim, as some studies had shown that disclosure had many economic benefits, including reduction of cost of capital which is a top concern for decision makers regarding the disclosure.

This study aimed to examine the relationship between the level of voluntary disclosure and cost of capital.

The main aims of this study can be summarized as follows:

1- Measuring the level of voluntary disclosure for the industrial companies listed in Amman Stock Exchange (A.S.E).
2- Examining the relationship between level of voluntary disclosure and cost of equity capital.

3- Examining the relationship between level of voluntary disclosure and cost of debt capital.

In order to achieve the goals of this study, the researcher adopted the method of theoretical analysis of the relationship between the three variables of the study i.e. level of voluntary disclosure, cost of equity capital and cost of debt capital. In addition a field study had been applied to industrial companies listed in Amman Stock Exchange. Using a questionnaire that had the form of an index of voluntary disclosure and some models that calculate the cost of capital; noticing that the number of industrial companies listed in (A.S.E) Reached (69) companies in the year 2009, excluding companies that are suspended and under liquidation. The number of companies that responded to the survey were (39) companies, which forms a percentage of 57%.

The most important results of the study included:

1- Industrial companies listed in (A.S.E) provide an average voluntary disclosure level of 28%, if we consider them using all the investor's relation instruments available, and a level of 45% if we consider the company using any of the investor's relation instruments acceptable.
2- Companies listed in (A.S.E) didn't show enough attention to diversification in using ' investor relation instruments'.
3- The field study showed that the relationship between voluntary disclosure and cost of equity capital was an inverse relation in all cases This inverse relation is significant in case of disclosure about future information as well as disclosure about the companies ' background and strategies, as for the other dimensions of voluntary disclosure the relationship was not statistically significant.

4- The field study showed that the relationship between the level of voluntary disclosure and cost of debt capital was an inverse relation all cases, but was not a significant one.

Based on these results, the researcher recommends the following:

1- Management should be aware of the importance of increased voluntary disclosure and relate that to economic benefits, especially to reducing the cost of capital.
2- The importance of guiding managers about the importance of diversification in using investors relation instruments and differentiating between them in terms of richness
3- The importance of coordination between academics and professionals to develop a model that finds cost of equity capital and a model to find cost of debt capital that suits the Jordanian environment.
4- Work to covert all possible voluntary disclosure items to become mandatory. This information should become the responsibility of auditors, and therefore become more trustable.
5- Expanding the scope of work for auditors to include auditing voluntary disclosure information.